

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE DE DIREITO**

**O PAPEL DA CVM NA CONCRETIZAÇÃO DE PRINCÍPIOS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA: PARTICIPAÇÃO E VOTAÇÃO À DISTÂNCIA NA ASSEMBLEIA
DOS ACIONISTAS**

LEONARDO MARCIO SILVA DIONYSIO

**Rio de Janeiro
2018 / 2º Semestre**

LEONARDO MARCIO SILVA DIONYSIO

O PAPEL DA CVM NA CONCRETIZAÇÃO DE PRINCÍPIOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: PARTICIPAÇÃO E VOTAÇÃO À DISTÂNCIA NA ASSEMBLEIA DOS ACIONISTAS

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. Vinicius Figueiredo Chaves**.

Rio de Janeiro

2018 / 2º Semestre

CIP - Catalogação na Publicação

D592p Dionysio, Leonardo Marcio Silva
O papel da CVM na concretização de princípios de governança corporativa: participação e votação à distância na assembleia dos acionistas / Leonardo Marcio Silva Dionysio. -- Rio de Janeiro, 2018.
61 f.

Orientador: Vinicius Figueiredo Chaves.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito, Bacharel em Direito, 2018.

1. Governança Corporativa. 2. Comissão de Valores Mobiliários. 3. Edição de instrução Normativa. 4. Participação e Votação à distância. 5. Ativismo Societário. I. Chaves, Vinicius Figueiredo, orient. II. Título.

LEONARDO MARCIO SILVA DIONYSIO

O PAPEL DA CVM NA CONCRETIZAÇÃO DE PRINCÍPIOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: PARTICIPAÇÃO E VOTAÇÃO À DISTÂNCIA NA ASSEMBLEIA DOS ACIONISTAS

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. Vinicius Figueiredo Chaves**.

Data da Aprovação: ____ / ____ / ____.

Banca Examinadora:

Orientador

Membro da Banca

Membro da Banca

Rio de Janeiro
2018 / 2º Semestre

RESUMO

O presente estudo analisa como a Comissão de Valores Mobiliários pode exercer papel normativo e modulador para combater o efeito colateral do absentismo societário e proporcionar assim uma efetivação do ativismo societário, sob a égide do problema de como a regulação da Comissão de Valores Mobiliários através de edições normativas pode efetivamente concretizar princípios de governança corporativa, visando maior participação dos acionistas na formação de vontade da companhia. Assim, objetivou-se analisar a importância da edição da instrução normativa CVM 561 na concretização de princípios de governança corporativa, em especial, o ativismo societário, através da possibilidade de participação e votação à distância na assembleia dos acionistas. A metodologia utilizada segue a linha crítico-metodológica na vertente jurídico-dogmática através da investigação de tipo jurídico-descritivo o qual se utilizou de dados das companhias para inferir que através da ICVM 561 percebem-se indícios de que a Comissão de Valores Mobiliários não foi capaz de exercer papel na concretização do ativismo societário.

Palavras-chaves: Governança Corporativa; Comissão de Valores Mobiliários; Edição de Instrução Normativa; Participação e Votação à distância; Ativismo Societário

ABSTRACT

The present study analyzes how the Securities and Exchange Commission can play a normative and modulatory role in combating the collateral effect of corporate absenteeism and thus provide an effective basis for corporate activism under the aegis of how the Securities and Exchange Commission regulation through of normative editions can effectively implement principles of corporate governance, aiming for greater shareholder participation in the formation of the company's will. Thus, the objective was to analyze the importance of the edition of CVM rule 561 in the implementation of principles of corporate governance, in particular, corporate activism, through the possibility of participation and remote voting at the shareholders' meeting. The methodology used follows the critical-methodological line in legal-dogmatic terms through legal-descriptive research, which used data from companies to infer that through ICVM 561 indications are that the Securities and Exchange Commission was not capable of playing a role in the concretization of corporate activism.

Keywords: Corporate Governance; Securities and Exchange Commission; Edition of normative instruction; Remote voting and participation; Corporate Activism

SUMÁRIO

1 – INTRODUÇÃO	7
2 - GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	9
2.1 – Surgimento da governança corporativa e apresentação da teoria da agência.....	9
2.2 – Conceito de governança corporativa	13
2.3 – Princípios da governança corporativa	16
2.4 – Ativismo societário	18
3 – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS COMO AGÊNCIA REGULADORA DO MERCADO DE CAPITAIS	21
3.1 – Administração Pública e Autarquias	21
3.2 – Comissão de Valores Mobiliários e seu papel regulador	23
3.3 – As principais funções da Comissão de Valores Mobiliários	25
3.4 – Edição de instrução normativa no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários	28
4 – INSTRUÇÃO NORMATIVA CVM 561 E O ATIVISMO SOCIETÁRIO	31
4.1 – Edição da instrução normativa CVM 561	31
4.2 – A lei das sociedades por ações e o contrato plurilateral.....	40
4.3 – Assembleia geral e a formação da vontade interna da companhia.....	40
4.4 – O fenômeno da dispersão do capital social e o absenteísmo acionário	43
4.5 – A adoção da participação e voto à distância trazida pela ICVM 561 e o Ativismo Societário	45
5 – CONCLUSÃO.....	56
REFERÊNCIAS	59

1 – INTRODUÇÃO

A presente monografia se curva ao tema da governança corporativa e seus princípios na realidade das companhias brasileiras. Sobre esse tema há a delimitação do campo de estudo para a análise de como a Comissão de Valores Mobiliários pode exercer papel normativo e modulador, de modo a possivelmente combater o efeito colateral do absenteísmo dos acionistas e proporcionar assim uma efetivação do ativismo societário.

Ainda nesta guarida, faz-se necessário apontar que o objeto de estudo da análise é direcionado exclusivamente às sociedades empresárias listadas na bolsa de valores brasileiras (companhias abertas)¹, uma vez que somente estas são sujeitas às normatividades da CVM.

Examinou-se o problema de como a Comissão de Valores Mobiliários, através da edição de instrumentos normativos, pode induzir uma maior participação dos acionistas na formação da vontade interna das companhias, de modo a concretizar princípios de governança corporativa.

O objetivo do trabalho é analisar o papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) na concretização de princípios de governança corporativa, principalmente o ativismo societário² com a possibilidade da participação e votação à distância na assembleia dos acionistas.

Trata-se de tema marcado por relevância teórica e prática, mas ainda não explorado suficientemente no campo acadêmico. A pesquisa e seus resultados, portanto, podem contribuir como ponto de partida para reflexões futuras sobre o tema principal e aqueles que o tangenciam.

Para a realização de estudo qualificado do tema, recorreu-se a diplomas legais, tais como a Constituição da República, leis infraconstitucionais e normas infralegais, além da

¹ Conforme a legislação pátria, nos termos do art. 4º da lei 6404/76, as companhias abertas são aquelas que têm seus valores mobiliários negociados no mercado de valores mobiliários.

² LOBO, Jorge. Princípios de Governança Corporativa. **Revista EMERJ**, Rio de Janeiro, volume 10, n 37, página 198-220, 2007. Disponível em: <http://www.emerj.tjrj.jus.br/revistaemerj_online/edicoes/revista37/Revista37_198.pdf>. Acesso em: 15 nov. 2018

doutrina e de dados das companhias abertas listadas na bolsa de valores brasileira. Tais fontes foram operadas pela metodologia que segue a linha crítico-metodológica na vertente jurídico-dogmática através da investigação de tipo jurídico-descritivo que ressalta características e percepções sobre o tema delimitado³.

Relativamente à estrutura do trabalho, este se inicia aduzindo sobre a sociedade empresária, mais especificamente, no eixo da aplicação do instituto da governança corporativa e suas mitigações, de modo que se compreenda o surgimento da governança corporativa (corporate governance), principal teoria semeadora desse instituto, evolução histórica, seus princípios e como a mesma pode ser um ótimo sistema⁴ pelo qual as corporações são dirigidas e controladas.

No tocante à CVM, far-se-á o exame em relação à natureza jurídica da autarquia que compõe a administração pública indireta federal, sobretudo a sua função de agência reguladora e suas atribuições, que lhe foram legalmente providas, para realizar a regulação do Mercado de Capitais.

Ademais, examinar-se-á a edição da instrução normativa que possibilitou a participação e o voto à distância na assembleia dos acionistas, qual seja a ICVM 561, âmago do presente trabalho.

Por fim, serão explanadas as modificações que a ICVM 561 exerceu na formação da vontade interna da companhia, perpassando pela lei das sociedades por ações e o contrato plurilateral, pela assembleia geral e a formação da vontade interna da companhia, aduzindo sobre o fenômeno da dispersão do capital social e o absenteísmo societário, finalizando com a análise dos dados de companhias para a percepção empírica se houve ou não a concretização de princípios de governança corporativa, em especial, o ativismo societário na formação da vontade interna da sociedade empresária com a adoção da participação e votação à distância dos acionistas.

³ GUSTIN, Miracy Barbosa de Sousa; DIAS, Maria Tereza Fonseca. **(Re)pensando a pesquisa jurídica: teoria e prática** – 4 Ed. Ver. Atual. – Belo Horizonte: Del Rey. 2013.

⁴ A boa governança corporativa não é um fim em si mesma e sim um meio para apoiar a eficiência econômica, o crescimento sustentável e a estabilidade financeira, de modo a facilitar a entrada de capital, para investimentos de longo prazo, na sociedade empresária, além de garantir que os acionistas e outras partes interessadas, sejam tratados de forma justa, participando e contribuindo efetivamente para o sucesso da corporação.

2 - GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.1 – Surgimento da governança corporativa e apresentação da teoria da agência

Ao longo do século XX, a economia dos diferentes países industrializados tornou-se cada vez mais marcada pela integração aos dinamismos do comércio internacional, assim como pela expansão das transações financeiras em escala global.

Neste contexto, as companhias foram objeto de sensíveis transformações, uma vez que o acentuado ritmo de crescimento de suas atividades promoveu uma readequação de sua estrutura de controle, decorrente da separação entre a propriedade e a gestão empresarial.

Esta moldura de dispersão entre proprietário e gestor é conhecida na literatura econômica como teoria da agência ou teoria do principal – agente. A mesma é o alicerce da criação da governança corporativa para as organizações com fins lucrativos, pois suas construções, definições, princípios e valores estão intrinsecamente relacionados à superação do conflito de interesse entre o principal e o agente.⁵

Berle e Means foram os pioneiros ao abordar as divergências dos interesses decorridos da separação entre propriedade e controle no livro *The modern corporation and private property*⁶ (A moderna sociedade anônima e a propriedade privada), lançado em 1932. Consoante os autores, o crescimento em número e poder das sociedades anônimas são fatores responsáveis pela separação da pessoa do proprietário e a pessoa do administrador da empresa, despontando na necessidade de escolha do gestor que garanta o funcionamento da sociedade anônima em consonância aos interesses dos proprietários. Porém, os interesses do proprietário e do administrador podem divergir e, nesta nova situação, as restrições que limitavam o uso do poder deixam de existir.

⁵ SILVA, Raiziane Cássia Freire da; NETO SEIBERT, Rosane Maria. Governança Corporativa – história e tendências. **Revista Interdisciplinar Científica Aplicada**, Blumenau, v.9, n.3, p.76-101, TRIII 2015. Disponível em: <<http://rica.unibes.com.br/index.php/rica/article/viewFile/634/5511>>. Acesso em: 15 nov. 2018.

⁶ BEERLE JR. A. A; MEANS, G. C. **The modern Corporation and private property**. New York: The Macmillan Company, 1933. Disponível em: <<https://archive.org/details/in.ernet.dli.2015.216028/page/n5>>. Acesso em: 15 nov 2018.

Após Berle e Means, outros pesquisadores aprofundaram as discussões relativas às grandes corporações. Elas perpassam por Coase, que discutiu a natureza da firma, Alchiam e Demsetz, tratando da separação entre propriedade e controle; e Jensen e Meckling, abordando os conflitos de interesse entre o agente e o principal.⁷

Em *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure* (Teoria da firma: comportamento gerencial, os custos de agência e estrutura de propriedade), Jensen e Meckling⁸ afirmam que as organizações são ficções legais com um conjunto de relações contratuais entre indivíduos, que servem para equilibrar os objetivos conflitantes dos indivíduos. Para os autores, uma relação de agência pode ser definida como um contrato firmado entre duas ou mais pessoas, onde o principal contrata outra pessoa (o agente) para desempenhar determinada função com poder de decisão dentro da firma⁹.

Ao empregar o agente, o principal espera que este profissional atue conforme seus interesses, tomando decisões que proporcionem a maximização dos resultados da atividade, de modo a garantir sua perenidade no mercado. Porém, Jensen e Meckling, ressaltam que os agentes também possuem interesses próprios e buscam satisfazê-los, e esses interesses nem sempre estão em concordâncias com o do principal, de modo a culminar no chamado conflito de interesses. Partindo dessa premissa, os mesmos autores concluem inexistir o agente perfeito, aquele profissional desprovido de interesse próprio e atuante somente em prol dos interesses de seus empregadores.¹⁰

Na linha de raciocínio descrita acima, impende salientar que existem três principais tipos de problemas de agência¹¹, dentre os quais para o presente estudo só importam os elencados como tipos 1 e 2 por se tratarem de problemas de agente no interior da sociedade

⁷ SILVA, Raiziane Cássia Freire da; NETO SEIBERT, Rosane Maria. Governança Corporativa – história e tendências. **Revista Interdisciplinar Científica Aplicada**, Blumenau, v.9, n.3, p.76-101, TRIII 2015. Disponível em: <<http://rica.unibes.com.br/index.php/rica/article/viewFile/634/5511>>. Acesso em: 15 nov. 2018.

⁸ JENSEN, Michael C.; MECKLING, Willian H. A Theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms, **Journal of Financial Economics (JFE)**, Vol. 3, n. 4, 1976, Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043>. Acesso em: 15 nov. 2018.

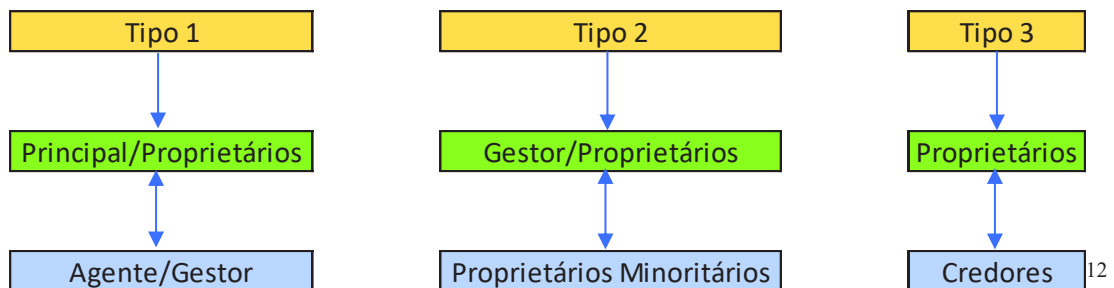
⁹ Importante informar que a palavra firma utilizada no contexto norte americano se refere à corporação em si, contudo no direito comercial brasileiro este instituto não se confunde com empresa, uma vez que firma é espécie de nome empresarial.

¹⁰ JENSEN, Michael C.; MECKLING, Willian H. A Theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms, **Journal of Financial Economics (JFE)**, Vol. 3, n. 4, 1976, Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043>. Acesso em: 15 nov. 2018.

¹¹ Tradução literal do termo *Agency Problem*

anônima, enquanto o tipo 3 trata-se do problema de agente relacionado ao risco do financiamento do credor para com o proprietário.

Figura 1 - Tipos de problemas de agência



Fonte: www.researchgate.net (2018)

Tipo 1: Problema principal – agente

O problema de agência entre os proprietários e os gestores na organização se deve ao surgimento das grandes corporações que acarretaram na separação do sujeito do proprietário e o sujeito do administrador¹³. Os proprietários atribuem à tarefa administrativa aos gestores com a esperança de que os gestores trabalhem em benefício dos proprietários. No entanto os gestores estão mais interessados na maximização de sua remuneração.

O argumento sobre o comportamento autosatisfatório do agente é baseado na pressuposição de racionalidade do comportamento humano¹⁴, em que as ações humanas são racionalizadas e motivadas para maximizar seus próprios fins. O desalinhamento de interesses entre principal e agente e a falta de monitoramento apropriado devido à estrutura de propriedade difusa leva ao conflito conhecido como principal-agente.¹⁵

Tipo 2: Problema principal-principal

¹² PANDA, Brahmadev; LEEPSA, nm. Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. **Indian Journal of Corporate Governance**, Telangana, v. 10, nº1, jan-jun, 2017. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/317321830_Agency_theory_Review_of_Theory_and_Evidence_on_Problems_and_Perspectives>. Acesso em: 15 nov. 2018.

¹³ BEERLE JR. A. A; MEANS, G. C. **The modern Corporation and private property**. New York: The Macmillan Company, 1933. Disponível em: <<https://archive.org/details/in.ernet.dli.2015.216028/page/n5>>. Acesso em: 15 nov 2018.

¹⁴ WILLIAMSON, O. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985

¹⁵ PANDA, Brahmadev; LEEPSA, nm. Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. **Indian Journal of Corporate Governance**, Telangana, v. 10, nº1, jan-jun, 2017. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/317321830_Agency_theory_Review_of_Theory_and_Evidence_on_Problems_and_Perspectives>. Acesso em: 15 nov. 2018.

O pressuposto subjacente a esse tipo de problema de agência é o conflito entre proprietários majoritários e minoritários. Os majoritários são as pessoas ou o grupo de pessoas que detêm a maioria das ações de uma sociedade empresária, enquanto os minoritários detêm a minoria das ações.

De sorte que os majoritários têm maior poder de voto e podem eventualmente tomar decisões em benefício próprio, o que dificulta o interesse dos minoritários.¹⁶ Esse tipo de problema de agência prevalece em companhias¹⁷, onde a propriedade é concentrada nas mãos de pequenos grupos ou pessoas, de modo que os minoritários tenham dificuldade em proteger seus interesses ou riquezas^{18 19}.

Visto isso, percebe-se que o problema de agência é um problema interno no tocante a administração executiva e à tomada de decisão e como esta poderia ser feita da melhor forma possível para resultar em um cenário de ganho para todos.

Harmonizar os interesses dentro da corporação gera custos necessários, que variam de acordo com o seu porte. Para Jensen e Meckling²⁰ os custos de agência são o resultado da soma dos custos existentes na criação e estruturação do contrato entre o principal e o agente, o monitoramento deste e as perdas residuais decorrente das decisões prejudiciais à riqueza do principal.²¹

¹⁶ FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **Journal of law and Economics**. Chicago, v.26, n 2, p. 301-325, jun. 1983. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/725104?seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em: 15 nov. 2018.

¹⁷ No Brasil, em que a propriedade concentrada predomina, os conflitos se intensificam a medida que a sociedade empresária cresce e novos sócios, sejam investidores ou herdeiros, passam a fazer parte da sociedade. Neste cenário, a governança corporativa busca equacionar as questões em benefício da companhia.

¹⁸ DEMSETZ, Harold; LEHN, kenneth. The structure of corporate Ownership: Causes and Consequences. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 93, n 6, p 1155-1177, dez. 1985. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1833178?seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em: 15 nov. 2018.

¹⁹ PANDA, Brahmadev; LEEPSA, nm. Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. **Indian Journal of Corporate Governance**, Telangana, v. 10, nº1, jan-jun, 2017. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/317321830_Agency_theory_Review_of_Theory_and_Evidence_on_Problems_and_Perspectives>. Acesso em: 15 nov. 2018.

²⁰ JENSEN, Michael C.; MECKLING, Willian H. A Theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms, **Journal of Financial Economics (JFE)**, Vol. 3, n. 4, 1976, Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043>. Acesso em: 15 nov. 2018.

²¹ SILVA, Raiziane Cássia Freire da; NETO SEIBERT, Rosane Maria. Governança Corporativa – história e tendências. **Revista Interdisciplinar Científica Aplicada**, Blumenau, v.9, n.3, p.76-101, TRIII 2015. Disponível em: <<http://rica.unibes.com.br/index.php/rica/article/viewFile/634/5511>>. Acesso em: 15 nov. 2018.

Apoiando-se nas teorias apresentadas e com fins de evolução e aperfeiçoamento acerca da existência dos conflitos de interesses e dos custos gerados para controlar essas divergências, criou-se o instituto da governança corporativa visando reduzir o oportunismo do agente e força-lo a agir conforme os interesses do principal, de sorte a superar o conflito de interesses e maximizar a riqueza e a sustentabilidade da empresa.

Pormenorizando, a governança corporativa se destina a criar um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, a fim de assegurar que os comportamentos dos gestores estejam sempre alinhados com o melhor interesse da sociedade empresária.

2.2 – Conceito de governança corporativa

Não há um conceito único para definir este instituto, embora seja possível perceber uma espinha dorsal em comum, desta forma, com fins elucidativos serão apresentadas algumas definições de *corporate governance*²² relevantes, que foram desenvolvidas no âmbito internacional e doméstico.

O primeiro trabalho a versar sobre a definição do tema e a mitigá-lo foi o “The Cadbury Report”²³ (Relatório Cadbury) realizado pelo comitê sobre os aspectos financeiros de governança corporativa e Gee companhia limitada de 1992²⁴ que traçou pioneiramente a definição de governança corporativa:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas são direcionadas e controladas. Os conselhos de administração são responsáveis pela governança de suas empresas. O papel dos acionistas na governança é fazer com que os diretores e os auditores os satisfaçam pondo em vigor uma estrutura de governança apropriada. As responsabilidades do conselho incluem definir as metas estratégicas da sociedade empresária, fornecer a liderança para colocá-las em prática, supervisionar a administração dos negócios e reportar aos acionistas sobre sua administração. As ações do conselho estão sujeitas as leis, regulamentos e a assembleia geral.²⁵

²² Nome tecnicamente mais correto do instituto, uma vez que se trata de sistema de governo das corporações, contudo a doutrina majoritária brasileira chancelou a utilização da tradução literal.

²³ CADBURY, Adrian. **The financial aspects of corporate governance**. Londres: GEE, 1992 Disponível em: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>>. Acesso em: 15 nov. 2018.

²⁴ Tradução literal do original “1992 The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd.”

²⁵ Tradução literal do original “*Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. Boards of directors are responsible for the governance of their companies. The shareholders’ role in governance is to appoint the directors and the auditors and to satisfy themselves that an appropriate governance*

Todavia, apesar do relatório Cadbury ter sido inovador nesta seara, seu conceito não serviu de alicerce para parametrização da definição de governança corporativa na esfera Estatal e Internacional, muito em parte por ter sido um conceito desenvolvido no interior de uma sociedade empresária privada.

Nessa lacuna, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) criou em 1999 sua definição de governança corporativa e transformou esta definição em parâmetro indicado a ser seguido por seus adeptos. A aceção da OCDE de 1999 foi baseada num conjunto de princípios de governança corporativa, que com o transcorrer do tempo sofreram algumas alterações e no ano de 2015 se definiu como:

O governo das sociedades envolve um conjunto de relações entre os órgãos de gestão de uma empresa, o seu conselho de administração, os seus acionistas e partes interessadas²⁶. O governo das sociedades fornece também a estrutura através da qual os objetivos da sociedade empresária são definidos e se determina os meios para alcançar esses objetivos e para monitorar seu desempenho.²⁷

No mesmo diapasão na seara do sistema financeiro o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional definem Governança corporativa, respectivamente:

Governança corporativa (GC) diz respeito ao sistema pelo qual as sociedades empresárias são dirigidas e controladas. Trata-se de ter companhias, proprietários e reguladores que se tornem mais responsáveis, eficientes e transparentes, o que, por sua vez, cria relações de confiança. Companhias bem governadas carregam baixos riscos financeiros e não financeiros e geram retornos mais altos para os acionistas. Elas também têm melhor acesso a financiamento externo e reduzem o risco de crises corporativas e escândalos financeiros. Relatórios financeiros confiáveis, melhores divulgações, melhores conselhos e gestão responsável. Ela aperfeiçoa a capacidade de um país mobilizar, alocar e monitorar investimentos e ajudar a promover empregos e crescimento econômico. Melhor supervisão e monitoramento podem detectar ineficiências corporativas e minimizar a vulnerabilidade a crises financeiras.²⁸ (Banco Mundial)

structure is in place. The responsibilities of the board include setting the company's strategic aims, providing the leadership to put them into effect, supervising the management of the business and reporting to shareholders on their stewardship. The board's actions are subject to laws, regulations and shareholders in general meeting"

²⁶ Tradução literal de *stakeholders*

²⁷ OCDE, **Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE**, Paris: OCDE Publishing, 2016. Disponível em <<https://doi.org/10.1787/9789264259195-pt>>. Acesso em 15 nov. 2018.

²⁸ Tradução literal de “ *Corporate Governance (CG) concerns the system by which companies are directed and controlled. It is about having companies, owners and regulators become more accountable, efficient and transparent, which in turn builds trust and confidence. Well-governed companies carry lower financial and non-financial risks and generate higher shareholder returns. They also have better access to external finance and reduce systemic risks due to corporate crises and financial scandals. Reliable financial reporting, timely disclosures, better boards and accountable management also facilitate development of stronger capital markets. They improve a country's ability to mobilize, allocate and monitor investments and help foster jobs and economic growth. Better supervision and monitoring can detect corporate inefficiencies and minimize*

A governança é um conceito amplo que abrange todos os aspectos de um país, incluindo suas políticas econômicas, estrutura regulatória e adesão ao estado de direito. A má governança oferece maiores incentivos e mais oportunidades para a corrupção - abuso de cargos públicos-privados. A corrupção mina a confiança pública em seu governo. Também ameaça à integridade do mercado, distorce a concorrência e põe em risco o desenvolvimento econômico. O Fundo reconhece que o papel da governança na governança é um dos aspectos mais importantes da governança econômica no mundo. É importante entender seu envolvimento na área de corrupção, dado seu impacto pernicioso no desempenho econômico. Um documento de acompanhamento discutirá as estruturas para avaliar a gravidade das vulnerabilidades de governança e seu impacto macroeconômico e orientará o comprometimento das políticas²⁹ (FMI)

Por fim no âmbito doméstico, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), definem, respectivamente, da seguinte maneira:

Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas³⁰

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle³¹

Portanto, apesar de todas as concepções de governança corporativa se distinguirem em determinados aspectos, elas bebem de uma fonte comum, que se valendo de um reducionismo, pode ser expressa em um sistema pelo qual companhias são dirigidas e controladas, tendo em seu cerne uma estrutura que proporcione gestão responsável, eficiente, isonômica, transparente e ética, a fim de se operacionalizar uma relação benéfica de confiança que trará a maximização da eficiência econômica, do crescimento sustentável e da

vulnerability to financial crises.” WORLD BANK. **Corporate Governance**. Disponível em <<http://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/corporate-governance>>. Acesso em 15 nov. 2018.

²⁹ Tradução literal de “*Governance is a broad concept covering all aspects of how a country is governed, including its economic policies, regulatory framework, and adherence to rule of law. Poor governance offers greater incentives and more opportunities for corruption—the abuse of public office for private gain. Corruption undermines the public’s trust in its government. It also threatens market integrity, distorts competition, and endangers economic development. The Fund recognizes that there is significant scope to strengthen its engagement with members in the area of corruption, given its pernicious impact on economic performance. A follow-up paper will discuss frameworks to assess the severity of governance vulnerabilities and their macroeconomic impact, and guide policy advice in circumstances where corruption is sufficiently problematic to justify Fund engagement.*” IMF, **Good Governance**. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/About/Factsheets/The-IMF-and-Good-Governance>>. Acesso em: 15 nov. 2018.

³⁰ CVM. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: CVM, 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>>. Acesso em: 15 nov. 2018.

³¹ IBGC. **Portal do conhecimento**. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/governanca/governanca-corporativa>>. Acesso em: 15 nov. 2018.

estabilidade financeira, assim facilitando a entrada de capital, para investimentos de longo prazo, na sociedade empresária.

2.3 – Princípios da governança corporativa

Os princípios Básicos da Governança Corporativa que são adotados pela OCDE³² são (i) estrutura do governo das sociedades, (ii) direitos dos acionistas, (iii) tratamento equitativo entre os acionistas, (iv) papel das partes interessadas na governança corporativa, (v) transparência e divulgação e (vi) responsabilidade do conselho.

Estes princípios básicos apresentados pela OCDE são os princípios gerais norteadores que regem uma eficiente governança corporativa, todavia alguns princípios são mais fundamentais e outros menos, por isso algumas organizações modulam estes, aglutinando ou suprimindo certos princípios.

No presente trabalho, com o intento de melhor didática e uniformização serão usados os princípios adotados domesticamente que são os propostos pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)³³, são eles:

Transparência – Consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que condizem à preservação e à otimização do valor da organização.

Equidade – Caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (stakeholders), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas.

³² OCDE, **Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE**, Paris: OCDE Publishing, 2016. Disponível em <<https://doi.org/10.1787/9789264259195-pt>>. Acesso em 15 nov. 2018.

³³ IBGC. **Portal do conhecimento**. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/governanca/governanca-corporativa>>. Acesso em: 15 nov. 2018.

Prestação de contas (accountability) – Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos, e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis.

Responsabilidade Corporativa – Os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional, etc.) no curto, médio e longos prazos.

São através destes princípios que os pilares e boas práticas de Governança Corporativa serão sustentados, de modo que se desenvolva verdadeiro sistema eficiente. Abaixo 2 (duas) ilustrações para melhor visualização.

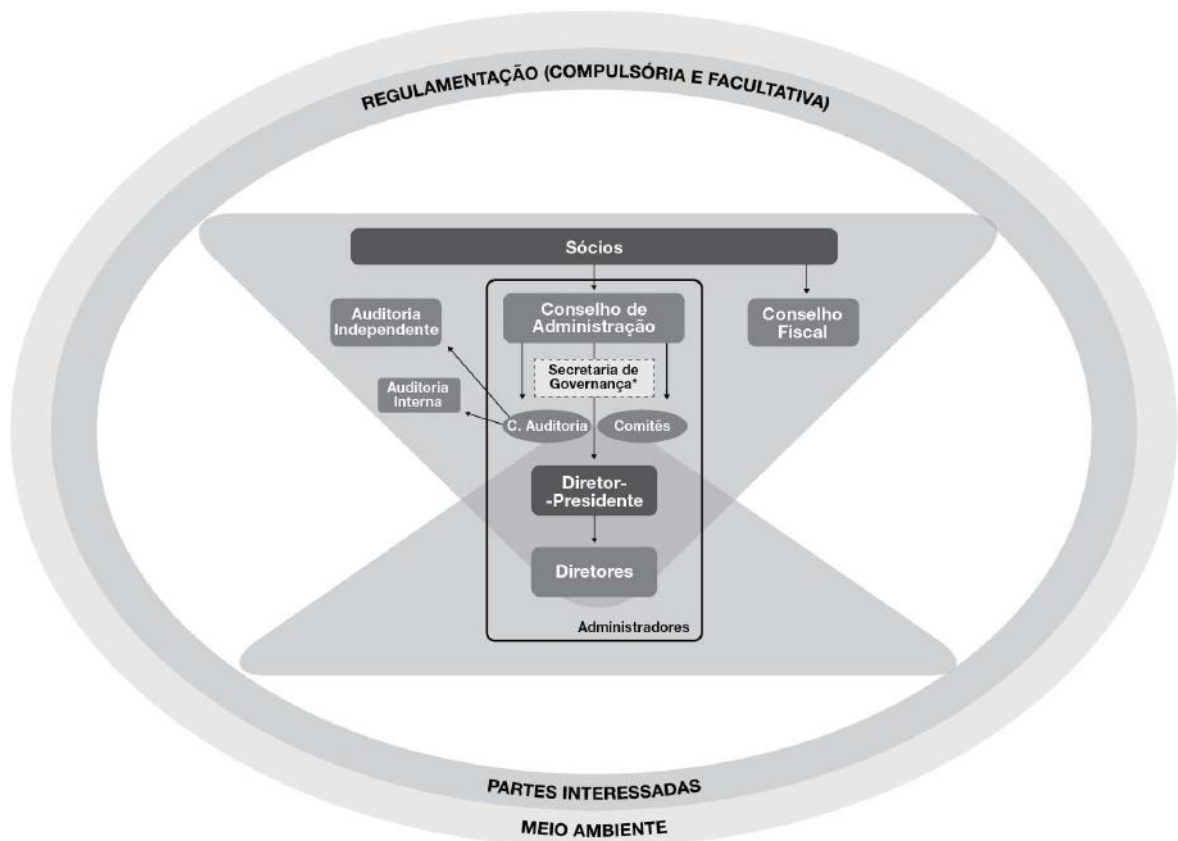
Figura 2 - Essência, Princípios Básicos, Pilares e Práticas da Governança Corporativa



Fonte: <https://www.ibgc.org.br> (2018)

³⁴ IBGC. **Portal do conhecimento**. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/governanca/governanca-corporativa>>. Acesso em: 15 nov. 2018.

Figura 3– Sistema de Governança Corporativa



Fonte: www.ibgc.org.br (2018)

35

2.4 – Ativismo societário

No Brasil, visto a baixa participação dos acionistas (absenteísmo societário) em geral na formação da vontade interna da companhia e com a percepção das vantagens de se fomentar o ativismo societário, uma vez que a instalação deste nas sociedades empresárias poderia gerar um círculo virtuoso socioeconômico, na medida em que há o enfraquecimento do conflito de interesses entre os acionistas controladores e os acionistas não controladores, o legislador ordinário, através da lei 12.431/11, modificou a lei das sociedades anônimas (lei 6.404/76), de modo a incluir o parágrafo único ao Art. 121 e 127 da lei 6.404/76.

Essa inovação legislativa trouxe a possibilidade de participação e votação à distância em assembleia geral, nos termos da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários.

³⁵ IBGC. **Portal do conhecimento**. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/governanca/governanca-corporativa>>. Acesso em: 15 nov. 2018.

Destaca-se que esse eventual aumento do ativismo societário nas assembleias através de participação e votação à distância eleva o nível de confiança da sociedade empresária e isto reflete no aumento de confiança que o mercado de capitais deposita sobre esta, de modo a atrair maiores níveis de investimento em companhias abertas.

O professor Jorge Lobo em artigo desenvolvido sob a denominação “Princípios de Governança Corporativa”³⁶, apresenta um decálogo sobre princípios que devem ser incorporados em um eficiente sistema de Governança Corporativa.

Nesse rol de princípios enunciados, evidencia-se a lição de Jorge Lobo sobre o princípio do ativismo societário:

IV – PRINCÍPIO DO ATIVISMO SOCIETÁRIO

(...)

A assembleia geral de acionistas da sociedade anônima é uma abstração, uma ficção legal, um arremedo de congresso democrático, eis que raros acionistas dela participam, no que se convencionou denominar "fenômeno do absenteísmo dos acionistas", apregoam os pragmatistas.

De fato, durante longo período, reinou o absenteísmo, aqui e no exterior, pois os acionistas, se satisfeitos com a valorização de suas ações e a distribuição de dividendos, não compareciam às assembleias gerais, por confiarem na administração; se insatisfeitos, vendiam-nas e migravam para investimentos mais rentáveis.

Hoje, todavia, a participação dos acionistas, com expressivo ou diminuto número de ações, nas assembleias gerais das companhias, em especial das de capital aberto, vem aumentando consideravelmente devido à crescente preocupação dos governos de valorizar o papel dos acionistas, no que passou a ser conhecido por "ativismo societário".

(...)

Todavia, anote-se, por oportuno, o princípio do ativismo societário não tem beneficiado somente os grandes e poderosos investidores institucionais, mas, por igual, pequenos acionistas, como se dá em França, eis que a legislação francesa assegura às associações, que detenham apenas 1% (um por cento) do capital social, o direito de convocar assembleias gerais e propor ações em juízo, inclusive para responsabilizar e exigir indenização por perdas e danos dos administradores.

Ressalte-se, ainda, que pequenos e grandes investidores, reunidos em associações ou individualmente, estão sendo também estimulados a defender os seus direitos e interesses e a cobrar dos administradores das anônimas melhores resultados, inclusive sob o aspecto da responsabilidade social da empresa moderna, pelos novos

³⁶ LOBO, Jorge. Princípios de Governança Corporativa. **Revista EMERJ**, Rio de Janeiro, volume 10, n 37, página 198-220, 2007. Disponível em: <http://www.emerj.tjrj.jus.br/revistaemerj_online/edicoes/revista37/Revista37_198.pdf>. Acesso em: 15 nov. 2018

métodos de participação nas assembleias, como o mecanismo de voto à distância, por carta ou por meios eletrônicos, e pela prática de oposições esclarecidas, através de protestos, impugnações e votos divergentes.³⁷

Desta lição se compreende que o ativismo societário mais do que um princípio de governança corporativa é um eficiente instrumento fomentado pelos governos para combater o fenômeno do absenteísmo dos acionistas.

Este estímulo governamental para que haja maior ativismo societário é vantajoso para sociedade de forma geral, uma vez que com maior participação dos acionistas os gestores das companhias são mais exigidos a prestarem contas de suas condutas e responsabilizados por estas, portanto, resultando em gestões mais responsáveis, eficientes e simpáticas ao princípio da função social da empresa.

³⁷ LOBO, Jorge. Princípios de Governança Corporativa. **Revista EMERJ**, Rio de Janeiro, volume 10, n 37, página 198-220, 2007. Disponível em: <http://www.emerj.tjrj.jus.br/revistaemerj_online/edicoes/revista37/Revista37_198.pdf>. Acesso em: 15 nov. 2018

3 – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS COMO AGÊNCIA REGULADORA DO MERCADO DE CAPITAIS

Neste capítulo tratar-se-á especificamente da CVM no tocante à sua natureza jurídica e atribuições.

3.1 – Administração Pública e Autarquias

Através do Regime Jurídico Administrativo³⁸, sustentado nos princípios da supremacia do interesse público e da indisponibilidade do interesse público, o Estado Nacional³⁹ se estruturou em Unidades políticas e administrativas. Entendendo-se como entidades políticas (administração direta) as pessoas jurídicas de direito público que recebem suas competências e atribuições diretamente da Constituição, integrando, como a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios.

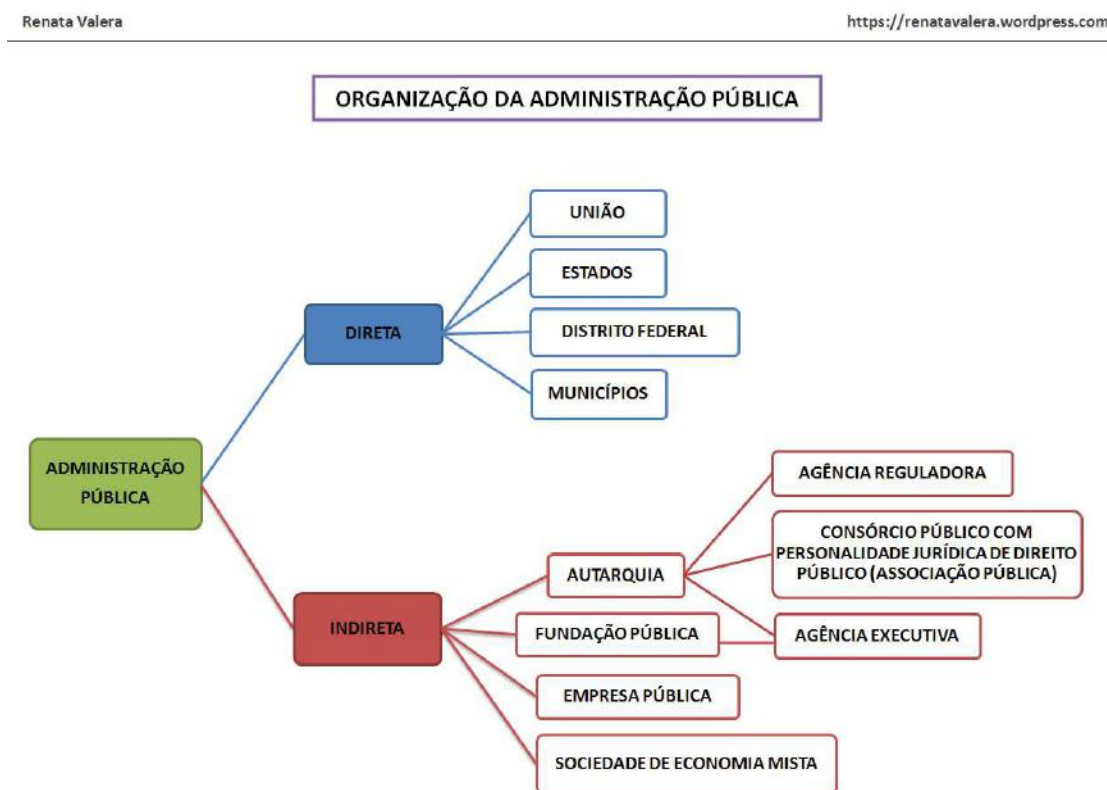
Já as entidades administrativas (Administração Pública Indireta) são as pessoas jurídicas de direito público ou privado que se revestem nas figuras das autarquias, fundações públicas, empresas públicas e sociedade de economia mista, e foram criadas por descentralização pelas entidades políticas para exercer de modo especializado parte de sua capacidade de autoadministração e para desempenhar determinadas atribuições e/ou funções.

Para fins ilustrativos, antes de se adentrar no estudo mitigado da figura da autarquia, colaciona-se figura sobre a estrutura e organização da Administração Pública.

³⁸ Maria Sylvia Zanella Di Pietro em sua obra, PIETRO, Maria Sylvia Zanella Di. **Direito administrativo**. – 31. Ed. Ver. Atual e ampl. – Rio de Janeiro: Forense, 2018, chama de Regime Jurídico Administrativo, qual seja, os conjuntos de traços, de conotações, que tipificam o Direito Administrativo colocando a Administração Pública numa posição privilegiada, vertical na relação jurídico-administrativa.

³⁹ A Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, instituiu direitos e obrigações vinculantes, inclusive para si, de modo que para o fiel cumprimento das normas positivadas foi necessário estruturar e organizar o Estado Nacional.

Figura 4 - Organização da Administração Pública



40

Fonte: renatavalera.wordpress.com (2018)

Consoante o Decreto-Lei nº 200/67⁴¹, a autarquia é definida nos termos do art. 5º, I, como “o serviço autônomo, criado por lei, com personalidade jurídica, patrimônio e receita próprios para executar atividades típicas da Administração Pública, que requeiram para seu melhor funcionamento, gestão administrativa e financeira descentralizada.”

Da definição trazida pelo diploma legal, pode-se deduzir que a personalidade jurídica é de direito público interno e que esta entidade se destina a exercer atividades típicas da Administração na forma descentralizada, o que exige autonomia administrativa e financeira.

Portanto, a norma legal investe essa entidade administrativa de atividades típicas de Estado para serem executadas de forma especializada, na lição de Hely Lopes Meirelles:

⁴⁰ VALERA, Renata. **Figura da estrutura da Administração Pública**. Disponível em: <<https://renatavalera.wordpress.com/2015/07/11/organizacao-da-administracao-publica/>>. Acesso em: 4 nov. 2018

⁴¹ BRASIL. Decreto-Lei 200/67. 25 de fevereiro. 1967. **Diário oficial da República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, 17 jul. 1967. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del0200.htm>. Acesso em: 16 nov. 2018

A autarquia não age por **delegação**, age por **direito próprio** e com autoridade pública, na medida do *jus imperii* que lhe foi **outorgado** pela lei que a criou. Como pessoa jurídica de Direito Público interno, a autarquia traz ínsita, para a consecução de seus fins, uma parcela do poder estatal que lhe deu vida. Sendo um ente autônomo, não há **subordinação hierárquica** da autarquia para com a entidade estatal a que pertence, porque, se isto ocorresse, anularia seu caráter autárquico. Há mera **vinculação** à entidade matriz que, por isso, passa a exercer um controle legal, expresso no poder de correção finalística do serviço autárquico.⁴²

Porém, no decorrer dos anos o controle finalístico das autarquias (controle de resultados) foi sendo substituído pelo controle dos meios de sua atuação (admissão de funcionários, folha salarial, licitações etc.), resultando no engessamento de suas atividades, de tal sorte que pouco se distinguiam as autarquias de um departamento da administração direta. Daí a necessidade de se encontrar novos caminhos para escapar dessas restrições genéricas que, visando a coibir determinados abusos, acabaram por emperrar a entidade descentralizada.

A solução encontrada foi a criação da autarquia sob regime especial, que se distingue da autarquia comum apenas por lhe conferir a lei maiores privilégios, de modo a ampliar a sua autonomia e possibilitar o cumprimento adequado de suas finalidades.⁴³

3.2 – Comissão de Valores Mobiliários e seu papel regulador

A Comissão de Valores Mobiliários, pensada na égide de seu par norte americano, até mesmo pelo seu nome ser a tradução literal para o português da Securities and Exchange Commission (Comissão de Valores Mobiliários), foi criada com a atribuição de agência reguladora *lato sensu*, encampada da natureza jurídica de autarquia federal sob regime especial e tem suas competências e atribuições constituídas pela lei 6.385/76.

Sua materialização objetivou criar uma autarquia especializada própria para, principalmente, normatizar, fiscalizar e sancionar o mercado de capitais, já que a experiência traumática após o boom de 1970/1971⁴⁴ mostrou que o mercado de capitais estava carente de

⁴² MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito administrativo brasileiro**. 23. ed. atualizada por Eurico de Andrade Azevedo e outros. São Paulo: Malheiros, 1998. p. 298.

⁴³ AZEVEDO, Eurico De Andrade. Agências Reguladoras. **Revista PGE/SP**, São Paulo, n. 49, p. 51-64, jan./dez. 1998. Disponível em: <<http://www.pge.sp.gov.br/centrodeestudos/revistaspge/Revista%20PGE%2049-50.pdf>>. Acesso em: 30 nov. 2018.

⁴⁴ A economia brasileira crescia a um ritmo de quase 10% ao ano na década de 70, o que parece inacreditável para os dias de hoje. Em 1969, a variação do Produto Interno Bruto (PIB) havia sido de 9,7%. Em 1970, seria de 8,8%. Nesse ambiente de crescimento econômico acelerado, o mercado de ações entrou numa fase de euforia. Dias de baixa se tornaram exceções nas bolsas de valores. No afã de ganhar dinheiro rápido, investidores corriam

regulação, essa carência é explicada, pois, consoante à lei do mercado de capitais de 1965, o Banco Central que teria essa missão.

Contudo, pelo Banco Central, àquela altura, também ser instituição nova⁴⁵ que sucedeu a Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), ele não estava plenamente estruturado, de modo a concentrar sua frágil estrutura no bojo monetário e relegando o mercado de capitais a um segundo plano.

Não são outros os motivos elencados na Exposição de Motivos da lei 6.385/76⁴⁶, se não vejamos:

4. A experiência demonstrou que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, com a fixação de normas para emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a

para os lançamentos de ações, pois era comum que os papéis tivessem uma forte valorização quando passavam a ser negociados nas bolsas, na passagem do mercado primário para o secundário. Empresas sérias aproveitaram essa oportunidade para captar recursos, abrindo capital ou oferecendo subscrição de mais papéis para seus acionistas. O volume de negócios aumentava assustadoramente. Em suma, o boom das bolsas em 1971 virou um surto especulativo febril. Até que as próprias bolsas empreenderam o esforço de desenvolver iniciativas de autorregulação. Preços médios dos negócios passaram a ser divulgados, respondendo a reclamações de muitos pequenos investidores que diziam sempre vender na mínima e comprar na máxima. Um relógio de registro se tornou obrigatório para que as ordens fossem executadas à medida que chegassem às corretoras, e não por preferência de clientes. A introdução de índices também foi uma inovação que procurava retratar a realidade diária do mercado, calculando a média ponderada dos preços das ações. O primeiro deles foi criado por Mário Henrique Simonsen, um dos mais brilhantes economistas brasileiros, e aperfeiçoado pelo departamento técnico da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Esses índices pioneiros podem ser considerados “avôs” do atual Ibovespa, que é o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro. Nesse caso, os volumes negociados se tornavam relevantes na apuração. Os cuidados foram insuficientes para evitar que depois da bonança viesse a tempestade. Em meados de 1971, as bolsas entraram em rota acentuada de queda, pela tomada de consciência da irrealidade dos preços por parte dos players mais experientes, que iniciaram o movimento de vendas. Medidas moralizadoras foram tomadas, como, por exemplo, a exigência de auditoria nos balanços e demonstrativos financeiros de sociedades anônimas de capital aberto realizada por profissionais independentes e externos.

⁴⁵ Os anos mostraram ao Brasil que era necessário possuir um sistema capaz de acompanhar as evoluções econômicas que se observavam no mundo.

Entretanto, até 1945, não existia nenhuma organização institucional para o controle da oferta de moeda, sendo todas as funções de autoridade monetária exercidas pelo Banco do Brasil. Naquele ano, o governo do presidente Getúlio Vargas cria, em 2 de fevereiro, por meio do Decreto nº 7.293, a Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), que recebeu as funções imediatas de exercer o controle sobre o conturbado mercado financeiro e de combater a inflação que ameaçava o país, bem como preparar o cenário para a criação de um banco central. A Sumoc tinha a responsabilidade de fixar os percentuais de reservas obrigatórias dos bancos comerciais, as taxas do redesconto e da assistência financeira de liquidez, bem como os juros sobre depósitos bancários. Além disso, supervisionava a atuação dos bancos comerciais, orientava a política cambial e representava o País junto a organismos internacionais.

Em dezembro de 1964, sucedendo a Sumoc, a Lei nº 4.595 cria o Banco Central do Brasil, autarquia federal integrante do Sistema Financeiro Nacional (SFN). O Banco Central iniciou suas atividades em março de 1965, uma vez que o art. 65 da Lei nº 4.595 estabeleceu que a Lei entraria em vigor 90 dias após sua publicação.

⁴⁶ SIMONSEN, Mário Henrique. **Mensagem nº 203**: Exposição de Motivos 197, Rio de Janeiro, 24 jun. 1976. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM197-Lei6385.pdf>>. Acesso em: 4 nov. 2018

companhia emitente e negociação dos títulos no mercado. Além disso, é necessário que agência governamental especializada exerça as funções de polícia do mercado, evitando as distorções e abusos a que está sujeito.

5. A Lei n.º 4.728, de 1965, organizou o mercado de capitais, sob a disciplina do Conselho Monetário Nacional e a fiscalização do Banco Central do Brasil. O legislador da época entendeu que o mercado de capitais, então incipiente, não justificava a criação de órgão especializado para o fiscalizar. O Banco Central, que estava sendo instalado, era o órgão naturalmente indicado para exercer a função. Entretanto, o Banco Central, cuja função precípua é a de gestor da moeda, do crédito, da dívida pública e do balanço de pagamentos, não deve ter as suas atribuições sobrecarregadas com a fiscalização do mercado de valores mobiliários.

6. O projeto institui a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, com a função de disciplinar o mercado de títulos privados - ações, debêntures e outros - sob a orientação e coordenação do Conselho Monetário Nacional. O campo de ação da CVM se estende às companhias abertas, aos intermediários e a outros participantes do mercado.

3.3 – As principais funções da Comissão de Valores Mobiliários

Na prescrição do diploma legal vigente (lei 6.385/76), temos nos termos do art. 5º a natureza jurídica da CVM e a expressa estabilidade dos dirigentes, no art. 8º suas competências e no art. 9º suas atribuições.

Nesta esteira, como será posto em análise o funcionamento de tais ditames legais, desde já se faz necessário trazer a sua colação, *in verbis*:

CAPÍTULO II

Da Comissão de Valores Mobiliários

Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

(...)

Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

- I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;
- II - administrar os registros instituídos por esta Lei;
- III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;
- IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

§ 1º O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados.

§ 2º Serão de acesso público todos os documentos e autos de processos administrativos, ressalvados aqueles cujo sigilo seja imprescindível para a defesa da intimidade ou do interesse social, ou cujo sigilo esteja assegurado por expressa disposição legal.

§ 3º Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá:

I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados;

II - convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas.

Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

I - examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer outra natureza, bem como papéis de trabalho de auditores independentes, devendo tais documentos ser mantidos em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo mínimo de cinco anos:

a) as pessoas naturais e jurídicas que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários (Art. 15);

b) das companhias abertas e demais emissoras de valores mobiliários e, quando houver suspeita fundada de atos ilegais, das respectivas sociedades controladoras, controladas, coligadas e sociedades sob controle comum;

c) dos fundos e sociedades de investimento;

d) das carteiras e depósitos de valores mobiliários (Arts. 23 e 24);

e) dos auditores independentes;

f) dos consultores e analistas de valores mobiliários;

g) de outras pessoas quaisquer, naturais ou jurídicas, quando da ocorrência de qualquer irregularidade a ser apurada nos termos do inciso V deste artigo, para efeito de verificação de ocorrência de atos ilegais ou práticas não equitativas;

II - intimar as pessoas referidas no inciso I a prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa, sem prejuízo da aplicação das penalidades previstas no art. 11;

III - requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública;

IV - determinar às companhias abertas que republiquem, com correções ou aditamentos, demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgadas;

V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado;

VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

§ 1º Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a Comissão poderá:

I - suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores;

II - suspender ou cancelar os registros de que trata esta Lei;

III - divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado;

IV - proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular.

§ 2º O processo, nos casos do inciso V deste artigo, poderá ser precedido de etapa investigativa, em que será assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público, e observará o procedimento fixado pela Comissão.

§ 3º Quando o interesse público exigir, a Comissão poderá divulgar a instauração do procedimento investigativo a que se refere o § 2º.

§ 4º Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão priorizará as infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado, e poderá deixar de instaurar o processo administrativo sancionador, consideradas a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos.

§ 5º As sessões de julgamento do Colegiado, no processo administrativo de que trata o inciso V deste artigo, serão públicas, podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público envolvido.

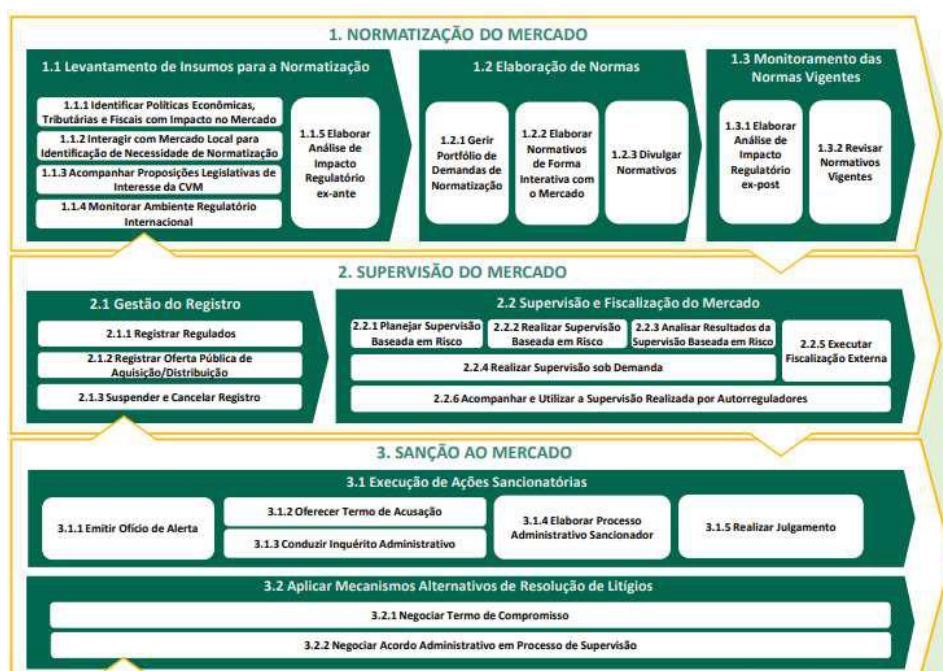
§ 6º A Comissão será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que:

I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e

II - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional.⁴⁷

Ademais, a cadeia de valor⁴⁸ da CVM descrito em seu sítio eletrônico explica como funciona organicamente a Agência reguladora no exercício de suas competências normativas, fiscalizadora e sancionadora. Abaixo se apresenta esta figura⁴⁹.

Figura 5– Cadeia de valor Comissão de Valores Mobiliários



Fonte: www.cvm.gov.br (2018)

⁴⁷ BRASIL, Lei Ordinária nº 6.385/76 de 7 de Dezembro de 1976. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 9 de dez. 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm>. Acesso em 17 nov. 2018.

⁴⁸ Cadeia de Valor é uma ferramenta de gestão que apresenta, em uma única imagem, como uma organização, através dos seus processos, entrega valor para seus clientes. Ela pode ser utilizada para entender como os processos se relacionam entre si, uma vez que mostra a lógica de interdependência e temporalidade. Pela ótica da CVM, o Mercado (Emissores, Intermediários e Prestadores de Serviço) e a Sociedade (Investidores e Cidadãos) são os clientes e recebem como valor Eficiência, Integridade e Desenvolvimento do Mercado.

⁴⁹ CVM. **Cadeia de Valor da CVM**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/cadeia_de_valor_descricao_imagem.html>. Acesso em: 16 nov. 2018

3.4 – Edição de instrução normativa no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários

Apresentado o panorama geral, através do diploma legal e da cadeia de valores da CVM, o foco se adstringirá ao poder regulador, isto é, o poder exercido na seara normativa pela Comissão de Valores Mobiliários.

A Comissão de Valores Mobiliários, como agência reguladora do mercado de capitais, tem o poder-dever de regulamentar as matérias expressamente previstas na lei 6.385/76 e 6404/76, nos termos do art. 8º da lei 6.385/76 que já foi explanado acima.

Essa edição de instruções normativas é feita em atenção ao Regimento Interno da Comissão de Valores Mobiliários⁵⁰ nos termos do art. 16, XI:

“Art.16 - Compete ao Colegiado:

(...)

XI - expedir os atos de normativos de competência da CVM e os aprovados pelo Conselho Monetário Nacional.”

Visto o *modus operandi* de edição das instruções normativas, a crítica que parte da doutrina levanta a respeito das edições destas é em relação à legitimidade das mesmas e por vezes sobre a exorbitância de tais instruções em relação ao texto legal.

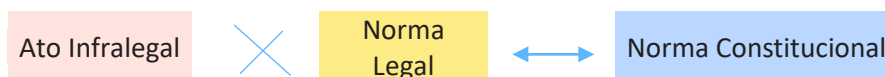
Ora, só há suporte racional para tal crítica, quando há o conflito de duas normas legais válidas seja em parâmetro a Constituição da República, ou seja, em relação à outra norma legal infraconstitucional.

Na crítica em tela o eventual conflito que pode acontecer é o conflito de ato infralegal em relação a ato legal (esquema 1), ou em hipótese mais obscura, o conflito da norma legal com a constituição (esquema 2), se tratando de hipótese de inconstitucionalidade que maculará, todas as normas derivadas que se originarem da norma inconstitucional.

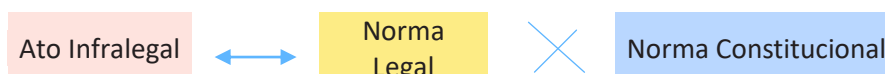
⁵⁰ MINISTÉRIO DA FAZENDA, Portaria do Ministério da Fazenda nº 327/77, de 11 de julho de 1977. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Poder executivo, Brasília, DF, 11 jul. 1977. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/PortariaMF-327-77-regimento-da-vm.pdf>>. Acesso em: 16 nov. 2018.

Para melhor ilustração, colaciono os esquemas abaixo.

Esquema 1



Esquema 2



No esquema 1, trata-se de manifesto caso de controle de legalidade em que o poder judiciário deve ser proposto para tornar nulo ato infralegal eivado de ilegalidade.

Já no esquema 2, trata-se de manifesto caso de controle de constitucionalidade em que a norma legal infraconstitucional não tem sua validade na Constituição da República e por isso as normas que dela derivarem carregarão a pecha de inconstitucionalidade.

A título de exemplo, quando a edição de instrução normativa da CVM está em dissonância de sua sustentação legal, quando exorbitando a matéria legal estamos diante do caso explicitado no esquema 1, quando relativo a legitimidade da instrução normativa estamos diante do caso explicitado no esquema 2, uma vez que conflitante com o processo legislativo democrático de direito.

Portanto, a edição de instruções normativas pela Comissão de valores Mobiliários deve ser utilizada com especial cuidado se atendo a suas restrições legais e objetivando regular o mercado de capitais para que ele se torne o mais eficiente possível.

Por fim, no caso concreto, em que se trata especificamente da edição da instrução normativa 561 pela Comissão de Valores Mobiliários, as críticas doutrinárias são refutadas nas duas dimensões explanadas, pois em sede de bojo constitucional a lei 12.431/11, encontra jazigo no art. 192 da CRFB/88, de modo a validar a inovação legislativa da inclusão do parágrafo único no art. 121 e 127 da lei 6.404/76 e em relação a Instrução CVM 561⁵¹, que

⁵¹ Doravante as Instruções CVM serão chamadas de ICVM

alterou e acrescentou dispositivos a Instrução CVM 480 e Instrução CVM 481, não houve exorbitância em relação ao texto legal, como será demonstrado no próximo capítulo.

4 – INSTRUÇÃO NORMATIVA CVM 561 E O ATIVISMO SOCIETÁRIO

4.1 – Edição da instrução normativa CVM 561

A Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, incluiu um parágrafo único nos artigos. 121 e 127 da Lei nº 6.404, de 1976, atribuindo à Comissão de Valores Mobiliários competência para regulamentar a participação e votação à distância de acionistas em assembleias gerais de companhias abertas, bem como o registro de sua presença em tais conclaves.

A fim de normatizar esta inovação legislativa a Comissão de Valores Mobiliários em seu papel regulador fez diligências junto ao mercado sobre as diversas possibilidades regulatórias e mesmo tecnológicas de cumprimento do preceito legal.⁵²

Nas diligências realizadas, foram relatados diversos problemas que existiam, à época, no exercício do direito de voto por acionistas de companhias abertas brasileiras, principalmente por investidores não residentes, por fundos de investimento e por pessoas naturais e jurídicas. Além destes sujeitos do mercado, também foram relatados problemas com o exercício do direito de voto por detentores de *depository receipts* (certificado de depósito)⁵³ emitidos no exterior com lastro em ações de emissão de companhias abertas brasileiras, embora os titulares desses certificados não sejam propriamente acionistas dessas companhias.

Em síntese, as dificuldades de acionistas estrangeiros se devem (i) ao curto prazo existente entre a convocação e a realização das assembleias gerais, que, de acordo com a Lei nº 6.404, de 1976, deve ser de no mínimo 15 (quinze) dias; (ii) à necessidade de outorga de uma procuração anual para representação nos referidos conclaves, por força do art. 126, § 1º, dessa mesma lei ; e (iii) às diversas exigências documentais formuladas por companhias no processo de representação, que podem envolver a notariação, consularização, tradução e registro das respectivas procurações. A conjunção desses fatores tem contribuído para uma presença bastante reduzida, custosa e burocrática desses investidores nas assembleias gerais.

⁵² CVM, **Edital de Audiência Pública SDM Nº 9/2014**, Rio de Janeiro: CVM, 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0914.html>. Acesso em: 17 nov. 2018.

⁵³ Em tradução literal para o português de *depository receipts*

As exigências documentais são um problema também para pessoas naturais e jurídicas residentes ou constituídas no Brasil, conforme o caso, e para fundos de investimento, sobretudo aqueles em que a atividade de gestão tenha sido contratada pelo administrador do fundo junto a outra instituição, autorizada pela CVM a administrar carteira de valores mobiliários. Tais dificuldades costumam se relacionar com a comprovação dos poderes de representação, legal ou convencional.⁵⁴

Percebe-se assim, que uma das principais causas de favorecimento ao absenteísmo dos acionistas se encontra nas próprias exigências burocráticas feitas aos acionistas para que possam se habilitar para participar das deliberações das assembleias.

Salienta-se, que juntamente com a causa supracitada, não se pode olvidar que há também o favorecimento ao absenteísmo dos acionistas por conta do lugar e do tempo em que as assembleias são realizadas, uma vez que as próprias geralmente são realizadas na sede da sociedade empresária e em horário comercial.

A título confirmativo desta última hipótese elencada, basta socorrer-se da imagem do trabalhador comum, residente do Estado de Santa Catarina, que investiu sua poupança em uma sociedade anônima de capital aberto com sede em São Paulo. Consoante os preceitos supracitados, caso sejam marcadas assembleias em São Paulo em horário comercial a possibilidade de participação deste acionista nas assembleias é remota, mesmo se ele quisesse participar.

Finalizada as diligências e moldurada as percepções de eventuais problemas de participação dos acionistas nas assembleias, a Comissão de Valores Mobiliários optou por adotar uma forma para votação e participação à distância que enfrentasse os problemas relatados por meio de tecnologias e estruturas cujo uso fosse mais consolidado no mercado de valores mobiliários.

Assim, uma das principais propostas da ICVM 561 é que acionistas possam utilizar a cadeia de prestadores de serviços da qual já se utilizam para o exercício de outros direitos no processo de votação à distância. Nesse contexto o depositário central, os escrituradores e os

⁵⁴ CVM, **Edital de Audiência Pública SDM N° 9/2014**, Rio de Janeiro: CVM, 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0914.html>. Acesso em: 17 nov. 2018.

custodiantes são chamados a prestar serviços relacionados à coleta e transmissão dos votos proferidos pelos acionistas por meio de um documento padronizado de votação denominado boletim de voto à distância⁵⁵.

A edição da ICVM 561 que alterou os ditames da ICVM 481, no tocante ao “Capítulo III - A – Votação a distância”, ficou prescrita, após audiência pública⁵⁶, da seguinte forma, Seção I – Regras Gerais, Seção II – Boletim de Voto a Distância, Seção III – Eleição de Membros do Conselho de Administração e Membros do Conselho Fiscal, Seção IV – Pedido de Inclusão de Propostas no Boletim de Voto a Distância, Seção V – Voto a Distância Exercido por Prestadores de Serviços, Seção VI – Voto a Distância Exercido Diretamente e Seção VII – Cômputo dos Votos na Assembleia Geral.

Assim, a instrução normativa da CVM se estrutura, de modo a regular as relações jurídicas do geral para o específico. Todas essas modificações tratadas no parágrafo acima são importantes, contudo, destaca-se a importância das regras gerais de uma norma jurídica, ainda mais de norma jurídica precursora, de sorte a se evidenciar a Seção I que estipula as regras gerais, onde, os três primeiros artigos (Arts. 21-A, 21-B, 21-C) aduzem sobre o exercício da participação e do voto à distância e os dois últimos (Arts. 21-D, 21-E) sobre a responsabilidade civil dos participantes do mercado, em evidência:

CAPÍTULO III-A – VOTAÇÃO A DISTÂNCIA

Seção I – Regras Gerais

Art. 21-A. O acionista pode exercer o voto em assembleias gerais por meio do preenchimento e entrega do boletim de voto a distância.

§ 1º Até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembleia, a companhia deve disponibilizar o boletim de voto a distância:

I – por ocasião da assembleia geral ordinária; e

II – sempre que a assembleia geral for convocada para deliberar sobre a eleição de membros:

a) do conselho fiscal; ou

b) do conselho de administração, quando a eleição se fizer necessária por vacância da maioria dos cargos do conselho, por vacância em conselho que tiver sido eleito por voto múltiplo ou para preenchimento das vagas dedicadas à eleição em separado de que tratam os arts. 141, § 4º, e 239 da Lei nº 6.404, de 1976.

⁵⁵ CVM, **Edital de Audiência Pública SDM N° 9/2014**, Rio de Janeiro: CVM, 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0914.html>. Acesso em: 17 nov. 2018.

⁵⁶ CVM, **Relatório de Análise - Audiência Pública SDM N° 9/2014 – Processo CVM nº RJ-2011-13930**, Rio de Janeiro: CVM, 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0914.html>. Acesso em: 17 nov. 2018

§ 2º Sem prejuízo do disposto no inciso II do § 1º, a companhia pode disponibilizar o boletim de voto a distância por ocasião de qualquer assembleia geral extraordinária, observados os prazos e condições estabelecidos neste Capítulo III-A, exceto pela Seção IV.

Art. 21-B. O boletim de voto a distância deve ser recebido até 7 (sete) dias antes da data da assembleia e pode ser enviado pelo acionista:

I – diretamente à companhia, por correio postal ou eletrônico, conforme orientações contidas no item 12.2 do formulário de referência; ou

II – por transmissão de instruções de preenchimento para prestadores de serviço aptos a prestar serviços de coleta e transmissão de instruções de preenchimento do boletim de voto a distância, a saber:

a) o custodiante do acionista, caso as ações estejam depositadas em depositário central; ou

b) a instituição financeira contratada pela companhia para prestação dos serviços de escrituração de valores mobiliários, nos termos dos arts. 27 e 34, § 2º, da Lei nº 6.404, de 1976, e da regulamentação específica sobre o assunto, caso as ações não estejam depositadas em depositário central.

§ 1º Somente custodiantes e escrituradores que sejam participantes de depositário central podem prestar serviços de coleta e transmissão de instruções de preenchimento do boletim de voto a distância.

§ 2º Se for operacionalmente possível, as companhias e os prestadores de serviço podem conceder aos acionistas prazo mais benéfico que o estabelecido no caput para o recebimento das instruções de preenchimento ou boletim de voto a distância, desde que:

I – divulguem o prazo limite para o recebimento das instruções de preenchimento ou boletim de voto a distância:

a) em suas páginas na rede mundial de computadores, no caso dos prestadores de serviços; e

b) no item 4 do boletim de voto a distância, no caso das companhias; e

II – o façam indiscriminadamente para todos os acionistas.

§ 3º O depositário central pode definir regras e procedimentos operacionais de organização e funcionamento das atividades relacionadas à coleta e transmissão de instruções de preenchimento do boletim de voto a distância nos termos da regulamentação específica sobre o assunto.

§ 4º A prestação do serviço de coleta e transmissão de instruções de preenchimento de boletim de voto a distância é obrigatória para escrituradores e depositários centrais e facultativa para custodiantes.

§ 5º As companhias abertas que não contratem instituição financeira para prestação dos serviços de escrituração de valores mobiliários devem cumprir as obrigações atribuídas aos escrituradores por este Capítulo.

Não obstante a participação e votação à distância por meios físicos, a Comissão de Valores Mobiliários apoiada nas tecnologias já existentes e em uso no mercado, trouxe na edição da instrução normativa o artigo a seguir, que possibilita e estimula o ativismo societário, uma vez que encurta as distâncias espaciais por meio eletrônico e permite ao acionista acompanhar e votar remotamente.

Art. 21-C. Sem prejuízo do disposto no art. 21-B, a companhia pode disponibilizar aos acionistas sistema eletrônico para:

I – o envio do boletim de voto a distância; ou

II – a participação a distância durante a assembleia.

§1º O sistema eletrônico a que se refere o caput deve assegurar, no mínimo:

I – o registro de presença dos acionistas; e

II – o registro dos respectivos votos.

§2º Caso disponibilize sistema eletrônico para participação a distância durante a assembleia, a companhia deve dar ao acionista as seguintes alternativas:

I – de simplesmente acompanhar a assembleia, caso já tenha enviado o boletim de voto a distância; ou

II – de acompanhar e votar na assembleia, situação em que todas as instruções de voto recebidas por meio de boletim de voto a distância para aquele acionista, identificado por meio do número de sua inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas – CPF ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ, devem ser desconsideradas.

§3º O disposto no §2º não impede que as companhias transmitam suas assembleias gerais em meios de comunicação de amplo acesso, como a rede mundial de computadores.

Art. 21-D. A companhia pode contratar terceiros para administrar, em seu nome, o recebimento, processamento e disponibilização de meios para exercício do voto a distância, mas permanece responsável pelo cumprimento do disposto nesta Instrução.

Art. 21-E. A companhia, o escriturador e o custodiante são obrigados a manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, em caso de processo administrativo, as instruções de preenchimento ou os boletins de voto a distância recebidos nos termos desta Seção.

Após as regras gerais da Seção I, a instrução normativa prossegue na parte estrutural específica, através da Seção II, III e IV com prescrições positivas sobre a utilização do boletim de voto à distância para depois nas Seções V, VI e VII finalizar a parte estrutural através da parte funcional, apresentando como funcionará e será validado este mecanismo.

Essa parte final do presente capítulo da instrução normativa CVM 561 fora idealizada sob o esteio da utilização da cadeia de prestadores de serviços da qual os acionistas já se utilizam para o exercício de outros direitos no processo de votação à distância. Nesse contexto o depositário central, os escrituradores e os custodiantes são chamados a prestar serviços relacionados à coleta e transmissão dos votos proferidos pelos acionistas por meio de um documento padronizado de votação denominado boletim de voto à distância⁵⁷, *in litteris*:

Seção V – Voto a Distância Exercido por Prestadores de Serviços

Art. 21-Q. Os custodiantes e escrituradores podem:

I – receber as instruções de preenchimento do boletim de voto a distância por quaisquer meios que utilizem para se comunicar com os acionistas; e

II – recusar-se a aceitar instruções de voto de acionistas com cadastro desatualizado.

§ 1º Os custodiantes e escrituradores são responsáveis por verificar que a instrução de voto foi dada pelo acionista.

⁵⁷ CVM, **Edital de Audiência Pública SDM N° 9/2014**, Rio de Janeiro: CVM, 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0914.html>. Acesso em: 17 nov. 2018.

§ 2º Na verificação de que trata o § 1º, os custodiantes e escrituradores não devem levar em conta eventuais requisitos de elegibilidade do acionista para o exercício do direito de voto, função que caberá à mesa da respectiva assembleia geral.

§ 3º Os custodiantes e escrituradores devem adotar regras e procedimentos para comunicar ao acionista:

I – o recebimento das instruções de preenchimento do boletim de voto a distância, bem como o fato de que as informações recebidas são suficientes para que tais instruções sejam repassadas pelo prestador de serviço à companhia; ou

II – a necessidade de retificação ou reenvio das instruções, descrevendo os procedimentos e prazos necessários à regularização do voto a distância para que o prestador de serviço possa transmitir a instrução de voto.

Art. 21-R. Até 6 (seis) dias antes da data de realização da assembleia, o custodiante deve encaminhar ao depositário central em que as ações estejam depositadas para negociação um mapa de votação indicando as instruções de voto dos acionistas, identificados por meio do número de sua inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas – CPF ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ.

Art. 21-S. O depositário central em que as ações estiverem depositadas deve:

I – compilar as instruções de votos que recebeu dos custodiantes, fazendo as conciliações necessárias e rejeitando as instruções de voto conflitantes; e

II – até 5 (cinco) dias antes da data de realização da assembleia, encaminhar:

a) ao escriturador o mapa analítico das instruções de voto compiladas, identificadas por meio do número da inscrição do acionista no Cadastro de Pessoas Físicas – CPF ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ, junto com o extrato de posição acionária; e

b) ao custodiante a lista de instruções de voto rejeitadas, identificadas por meio do número da inscrição do acionista no Cadastro de Pessoas Físicas – CPF ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ.

§ 1º Consideram-se conflitantes as instruções de voto enviadas por um mesmo acionista, identificado por meio do número de sua inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas – CPF ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ, que em relação a uma mesma deliberação tenha votado em sentidos distintos em boletins de voto entregues por meio de prestadores de serviços diferentes.

§ 2º Não se consideram conflitantes, ainda que em sentidos distintos, as instruções recebidas de instituição depositária emissora de Depositary Receipts no exterior, relativamente às ações que dão lastro aos Depositary Receipts.

§ 3º O custodiante deve informar ao acionista a rejeição do seu voto pelo depositário central tão logo receba a informação prevista no caput, inciso II, alínea “b”.

No tocante a este artigo, fica evidente que seus ditames, após a fusão entre a BM&FBOVESPA e a CETIP, se referem exclusivamente a B³ (única central depositária brasileira) que atua como Central Depositária no segmento BM&FBOVESPA e no segmento CETIP UTVM, realizando atividades de guarda centralizada de ativos, tratamento dos eventos deliberados pelos emissores, ônus e gravames incidentes sobre eles, conciliação periódica dos saldos e movimentações entre outras atribuições.

Art. 21-T. O escriturador deve:

I – compilar as instruções de voto que recebeu dos acionistas com aquelas vindas do depositário central, fazendo as conciliações necessárias e rejeitando as instruções de voto conflitantes, nos termos dos §§ 1º e 2º do art. 21-S; e

II – até 48 horas antes da data de realização da assembleia, encaminhar à companhia:
 a) o mapa analítico das instruções de voto dos acionistas, identificados por meio do número de sua inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas – CPF ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ, junto com o extrato de posição acionária; e
 b) o mapa sintético das instruções de voto dos acionistas, identificando quantas aprovações, rejeições ou abstenções recebeu cada matéria deliberada e quantos votos recebeu cada candidato ou chapa.

III – até 48 horas antes da assembleia geral, informar ao acionista que não tenha suas ações depositadas junto ao depositário central a rejeição de sua instrução de voto por conta das conciliações prevista no inciso I.

§ 1º O mapa analítico das instruções de voto de acionistas e o extrato de posição acionária aos quais se refere o inciso II devem indicar a posição acionária de cada acionista em relação a, no máximo, 5 (cinco) dias antes da data de realização da assembleia.

§ 2º A companhia deve divulgar, por meio de sistema eletrônico na página da CVM e na página da própria companhia na rede mundial de computadores, o mapa sintético de votação de que trata o inciso II tão logo o receba.

Nota-se que apesar da instrução normativa já ter prescrito em artigo anterior (Art. 21-Q) sobre os custodiantes e os escrituradores ela retorna sua atenção somente aos escrituradores, por se tratar de procedimento distinto dos custodiantes. Esta diferença se dá, pois, as ações escriturais são mantidas apenas em conta de depósito, sem emissão de certificado, em nome de seus titulares.

Seção VI – Voto a Distância Exercido Diretamente

Art. 21-U. Quando o acionista escolher enviar diretamente à companhia o boletim de voto a distância, a companhia, em até 3 (três) dias do recebimento de referido documento, deve comunicar ao acionista:

I – o recebimento do boletim de voto a distância, bem como que o boletim e eventuais documentos que o acompanham são suficientes para que o voto do acionista seja considerado válido; ou

II – a necessidade de retificação ou reenvio do boletim de voto a distância ou dos documentos que o acompanham, descrevendo os procedimentos e prazos necessários à regularização do voto a distância.

Parágrafo único. O acionista pode retificar ou reenviar o boletim de voto a distância ou os documentos que o acompanham, observado o prazo previsto no art. 21-B.

Seção VII – Cômputo dos Votos na Assembleia Geral

Art. 21-V. Considera-se presente em assembleia geral, para todos os efeitos da Lei nº 6.404, de 1976, o acionista:

I – que a ela compareça fisicamente ou que nela se faça representar;

II – cujo boletim de voto a distância tenha sido considerado válido pela companhia; ou

III – que tenha registrado sua presença no sistema eletrônico de participação a distância disponibilizado pela companhia nos termos do art. 21-C, § 2º, inciso II.

Parágrafo único. Os acionistas de que tratam os incisos II e III, além de presentes, devem ser considerados assinantes da ata da assembleia geral.

Art. 21-W. A companhia deve computar votos:

I – conforme mapa analítico das instruções de voto dos acionistas fornecido pelo escriturador;

II – conforme mapa analítico de votação elaborado por ela com base nos boletins de voto a distância que receber diretamente dos acionistas; e

III – conforme as manifestações de voto apresentadas pelos acionistas presentes na assembleia.

§ 1º A instrução de voto proveniente de determinado número de inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas – CPF ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ deve ser atribuída a todas as ações detidas por aquele CPF ou CNPJ, de acordo as posições acionárias fornecidas pelo escriturador.

§ 2º Caso haja divergências entre o boletim de voto a distância recebido diretamente pela companhia e a instrução de voto contida no mapa de votação proveniente do escriturador para um mesmo número de inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas – CPF ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ, a instrução de voto proveniente do escriturador deve prevalecer.

§ 3º Na véspera da data de realização da assembleia geral, a companhia deve divulgar, por meio de sistema eletrônico na página da CVM e na página da própria companhia na rede mundial de computadores, mapa de votação sintético consolidando os votos proferidos a distância, conforme indicado nos mapas dos incisos I e II do caput, de acordo com as posições acionárias fornecidas pelo escriturador.

§ 4º O presidente da mesa, no início da assembleia geral, deve ler o mapa de votação consolidado a que se refere o § 3º e disponibilizá-lo para consulta dos acionistas presentes na assembleia.

§ 5º A mesa da assembleia geral deve desconsiderar a instrução de voto a distância de:

I – acionistas ou representantes de acionistas que, comparecendo fisicamente à assembleia geral, solicitem exercer o voto presencialmente;

II – acionistas que tenham optado por votar por meio de sistema eletrônico na forma do art. 21-C, § 2º, inciso II; e

III – acionistas que não sejam elegíveis para votar na assembleia ou na respectiva deliberação.

§ 6º Na data de realização da assembleia geral, a companhia deve divulgar, por meio de sistema eletrônico na página da CVM e na página da própria companhia na rede mundial de computadores, o mapa final de votação sintético, consolidando os votos proferidos a distância e os votos proferidos presencialmente, conforme computados na assembleia.

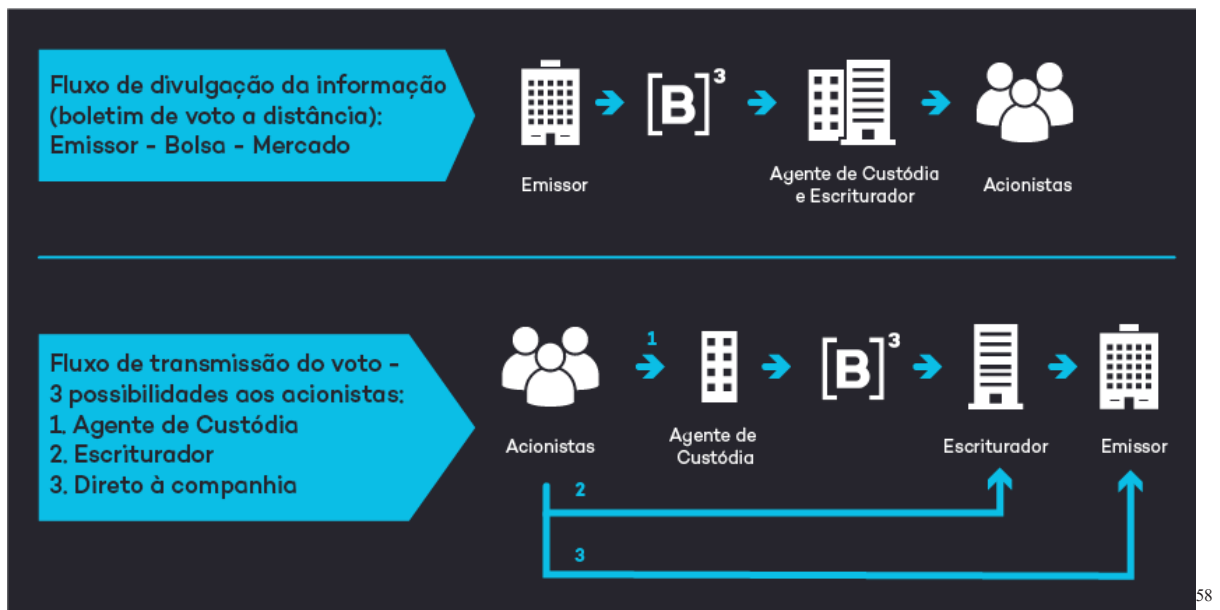
Art. 21-X. Sem prejuízo do disposto no art. 132 da Lei nº 6.404, de 1976, caso a data de realização de uma assembleia já convocada seja adiada justificadamente pela companhia:

I – as instruções de voto recebidas por meio do respectivo boletim de voto a distância devem ser consideradas normalmente, desde que tal adiamento não ultrapasse 30 (trinta) dias da data em que originalmente se realizaria a assembleia e o conteúdo do boletim de voto a distância não tenha sido alterado; ou

II – a companhia deve reiniciar o processo de entrega do boletim de voto a distância e coleta de instruções de voto, caso tal adiamento ultrapasse 30 (trinta) dias da data em que originalmente se realizaria a assembleia ou caso o conteúdo do boletim de voto a distância tenha sido alterado.” (NR)

Em resumo temos o seguinte fluxograma sobre a divulgação da informação e da transmissão do voto:

Figura 6 - Fluxo de informação



Fonte: blog.mzgroup.com (2018)

Por fim, a instrução normativa 561 trouxe em seu corpo a sua eficácia legal, nos termos do art.11, sendo a adoção pela votação à distância em assembleias no exercício de 2016 facultativa às companhias abertas que compõem o índice Brasil 100, o índice Bovespa e as companhias abertas registradas na categoria A. Após este período de adoção facultativa, a mesma se torna obrigatória no ano de 2017 para as primeiras⁵⁹ e no ano de 2018 para estas últimas⁶⁰, *in litteris*:

Art. 11 Os arts. 4º, 6º, 7º e 8º da presente Instrução entram em vigor em 1º de janeiro de 2016, e se aplicam:

I – facultativamente às companhias abertas de que tratam os incisos II e III que optarem por adotar a votação a distância em assembleia no exercício 2016, nos termos da Deliberação da CVM nº 741, 18 de novembro de 2015;

II – obrigatoriamente, em 1º de janeiro de 2017, para aquelas companhias que, na data de publicação da presente Instrução, tenham ao menos uma espécie ou classe de ação de sua emissão compreendida em algum dos seguintes índices gerais representativos de carteira de valores mobiliários:

- c) Índice Brasil 100 – IBrX-100; ou
- d) Índice Bovespa – IBOVESPA; e

⁵⁸ RUFINO, Cássio. Assembleias & Voto a Distância – Fluxo de Informação. **MZ Group**, São Paulo, 7 mar. 2017. Disponível em: <<http://blog.mzgroup.com/pt-br/assembleias-voto-a-distancia-fluxo-de-informacao/>>. Acesso em: 20 nov. 2018.

⁵⁹ Companhias que compõem o índice Brasil 100 e o índice Bovespa

⁶⁰ Companhias abertas registradas na categoria A

III – obrigatoriamente, em 1º de janeiro de 2018, para as companhias abertas registradas na categoria A e autorizadas por entidade administradora de mercado à negociação de ações em bolsa de valores

Após toda esta parte teórica exposta e trabalhada, passar-se-á para a análise das consequências no plano fático da edição da ICVM 561, isto é, o exame se a edição da respectiva instrução pela Comissão de Valores Mobiliários afetou a formação da vontade interna das companhias aumentando o ativismo societário ou não.

4.2 – A lei das sociedades por ações e o contrato plurilateral

Antes de adentrarmos de fato sobre a formação da vontade social da companhia aberta, impende destacar que a sociedade anônima é uma sociedade empresária composta por um estatuto social que divide seu capital social em ações. Em se tratando de sociedades anônimas abertas, o capital social acaba sendo titularizado por inúmeros acionistas, chegando a ordens de grandeza de milhares ou milhões, dependendo do porte da companhia.

Este regime de estatuto social que é intrínseco a sociedade anônima foi objeto de trabalho da obra do comercialista Tullio Ascarelli⁶¹, em que o mesmo conclui se tratar de um contrato plurilateral onde as partes celebrantes⁶², apesar de terem eventualmente interesses antagônicos, possuem uma finalidade comum a todos, qual seja, o proveito econômico da exploração de atividade econômica profissional organizada efetuada pela companhia.

Dessa forma, para dirimir os potenciais conflitos de interesse que os contratantes poderiam ter entre si fora instituída na estrutura interna da companhia a assembleia geral de acionistas com competências deliberativas e de órgão supremo da sociedade por ações.

4.3 – Assembleia geral e a formação da vontade interna da companhia

⁶¹ ASCARELLI, Tullio. **Problema das Sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva, 1969.

⁶² Ressalva-se que há sociedades anônimas como por exemplo as subsidiárias integrais que possuem apenas um acionista.

Não bastam todos os motivos⁶³ que levaram a descrença dos acionistas, principalmente os acionistas minoritários, na assembleia geral, outros fatores vêm ultimamente proporcionando a modificação deste sentimento.

O desenvolvimento da sociedade civil nos países democráticos e o efetivo poder de seus grupos de pressão contra os abusos do poder estatal e econômico, seja nas questões trabalhistas e de distribuição e transferência de renda, seja na preservação do meio ambiente, seja, ainda, na defesa dos interesses das comunidades locais em geral, às vezes, têm transformado, as assembleias gerais em fórum institucional de discussão e deliberação da maior importância, inclusive política, no sentido da preservação do sistema capitalista.

Dessa forma, a assembleia geral, por vezes, tem servido para promover a integração das companhias nos interesses institucionais em nível municipal, estadual e nacional, na medida em que as associações civis e os sindicatos trabalhistas têm, como acionistas, atuado no seio das assembleias para defender os consumidores, o meio ambiente e a transferência justa de renda para os empregados.

Outrossim, para melhor visualização das competências e atribuições das assembleias gerais traz-se à colação a dogmática extraída da Lei 6.404/76 sobre a matéria:

CAPÍTULO XI

Assembléia-Geral

SEÇÃO I

Disposições Gerais

Art. 121. A assembléia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento.

Parágrafo único. Nas companhias abertas, o acionista poderá participar e votar a distância em assembleia geral, nos termos da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários.

A assembleia geral tem como fundamento formar a vontade interna do grupo a partir das vontades individuais⁶⁴. De modo que o conclave proporcione um conflito de ideias

⁶³ Com a desmistificação do princípio majoritário da teoria democrática pelo sistema plutocrático da prática societária mostrou-se, que a adoção deste modelo no âmbito da sociedade anônima resulta em um mecanismo até certo ponto simulado de um domínio oligárquico permanente e imutável dos detentores da maior parcela de capital social.

mediante a discussão das matérias pelos presentes, com possibilidade de surgirem explicações e apreciações de mérito das propostas.

É o instrumento eficaz que tem o acionista de confrontar suas opiniões com a dos demais. É, com efeito, na assembleia geral que pode ocorrer troca de pontos de vista e, assim, a intervenção minoritária. Esta tem seu peso nas decisões, na medida em que, ao arguir as questões propostas, não se considera a sua participação no capital, mas, principalmente, o seu poder de persuasão e a justeza de seus argumentos. Insista-se no aspecto ideal desses fundamentos.⁶⁵

Dito isto, impende salientar que a formação da vontade social interna se opera não só em conformidade com os ditames legais, mas principalmente, conforme o contratado no estatuto social da sociedade empresária.

As assembleias não são destinadas a reunir todos os titulares das ações, mas, simplesmente, a deliberar sobre matérias do interesse social, de modo que a ausência de acionistas até o limite da formação do quórum necessário não é relevante e muitas das vezes nem interessante aos controladores.⁶⁶

A deliberação que for tomada em assembleia será a vontade social, independentemente do número de acionistas que participaram na sua instalação regular, ou seja, precisando de apenas o quórum mínimo. Portanto, a assembleia geral, regularmente instalada, representa a comunhão dos acionistas.⁶⁷

É, portanto, por meio da deliberação da assembleia geral que se exprime a vontade social. Essa deliberação, de um lado, deve ser considerada como uma manifestação unilateral de vontade, já que representa justamente a vontade de um único sujeito – a companhia. Por outro lado, a deliberação resulta do concurso de diversas vontades manifestadas pelo voto.⁶⁸

⁶⁴ Neste ponto retomando as ideias de Jean Jacques Rousseau em sua obra o contrato social, logicamente adaptado aos fins comerciais da sociedade anônima, em que se por um lado à vontade individual diria respeito à vontade particular, a vontade do acionista (daquele que contrata plurilateralmente e tem consciência disso) deveria ser coletiva, deveria haver um interesse no fim comum.

⁶⁵ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2 volume**: artigos 75 a 137. – 5. Ed. – São Paulo: Saraiva, 2011

⁶⁶ SCHMIDT, Dominique. **Les droits de la minorité dans la Société anonyme**. Paris: Sirey, 1970.

⁶⁷ SCHMIDT, Dominique. **Les droits de la minorité dans la Société anonyme**. Paris: Sirey, 1970.

⁶⁸ ASCARELLI, Tullio. **Problema das Sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva, 1969.

Por fim, destaca-se que a vontade social é formada na guarida da maioria política na assembleia geral, isto é, o acionista ou grupo de acionistas detentores de um número de ações votantes suficientes para a condução das decisões ali tomadas.

Neste caso a minoria fica submetida à decisão tomada pelos controladores, na presunção de que estes exercem sua vontade no interesse social. Essa submissão não representa um princípio absoluto e indiscutível⁶⁹, mas, sim, relativo e anulável, na medida em que não pode o voto dos controladores prevalecer contrariamente ao interesse social⁷⁰, mediante abuso e desvio de poder.

4.4 – O fenômeno da dispersão do capital social e o absentismo acionário

Valendo-se da sua forma de organização de sociedade anônima e do contrato plurilateral, já citado acima, determinadas companhias emitem valores mobiliários, que são ofertadas ao público investidor, acarretando situações de dispersão do capital social.

Com a dispersão supracitada surge também um novo perfil de acionistas motivados muito mais pelas transações próprias do mercado de capitais⁷¹, em termos de rentabilidade e lucro especulativo, do que aqueles que se reuniam para decidir, todos juntos, sobre os destinos da companhia.

Desse fato decorre que, em certas companhias com ações negociadas no mercado, uma minoria interessada na condução dos negócios sociais assume o poder societário sem que, na prática, uma massa de acionistas dispersos participe efetivamente da formação da vontade interna da companhia.

A desmistificação do princípio majoritário pelo sistema plutocrático e o surgimento da nova estrutura de relação entre acionistas, com o predomínio dos sócios organizados, embora,

⁶⁹ SCHMIDT, Dominique. **Les droits de la minorité dans la Société anonyme**. Paris: Sirey, 1970.

⁷⁰ Interesse social da sociedade, muitas vezes já delineado no estatuto social precisando de deliberações da assembleia geral de acionistas apenas para decidir qual será a forma de execução de meio para chegar a este interesse social.

⁷¹ Acionistas especuladores que esperam de uma minoria interessada na condução dos negócios sociais apenas uma *performance* que se traduza em dividendos e valorização da ação no mercado.

muitas vezes minoritários⁷², acarretaram um crescente absenteísmo nas assembleias gerais⁷³. Tal fenômeno, derivado da dispersão do capital social, suscitou movimento doutrinário em prol da revisão do sistema de organização de poderes no seio da sociedade anônima.

A força motriz da revisão doutrinária partiu da constatação de que tais fatos reduziram efetivamente a importância prática da assembleia de acionistas, que passou a ter função meramente formal, sem qualquer relevância prática. Contrariamente à habitual configuração da assembleia geral como expressão suprema da vontade social, tem-se, na realidade, um órgão deliberativo só formalmente soberano.

Emparelhado com esta realidade, percebe-se que os acionistas controladores e/ou majoritários não costumam estar presentes à assembleia geral, onde nenhuma decisão é, na realidade, tomada. De forma que a assembleia anual das grandes companhias se torna, em verdade, um exercício sofisticado da ilusão popular da prática societária.

Uma das razões desse declínio da assembleia geral está na referida complexidade da gestão social, que necessita de profissionais competentes e de decisões rápidas, as quais são incompatíveis com a morosidade da instalação e o ritual próprio da assembleia geral.

Assim, as atribuições dos administradores se tornaram maiores do que as prerrogativas anteriormente ostentada pela assembleia geral, de sorte a se roupar o conselho de administração de soberania material, mas não formal.

Ademais, consoante estes preceitos a assembleia geral tem se reduzido a um conclave apenas de acionistas controladores que auto-homologam o que decidiram em reunião prévia e, assim, os atos que praticaram no conselho de administração e os dos diretores que elegeram para o órgão executivo da companhia.

Por fim, a assembleia geral retoma, em consequência, os seus contornos iniciais de órgão oligárquico, com a importante diferença de que, hoje, o domínio não mais se funda

⁷² A dispersão das ações por uma massa constituída da coletividade desorganizada de acionistas rendeiros e especuladores possibilita o exercício do poder, na grande companhia, por uma comunidade de acionistas detentores de um percentual pequeno do capital social - às vezes, de apenas 2% ou 5%.

⁷³ Faz-se a ressalva de que este fenômeno do absenteísmo descrito tem sua instalação nas assembleias de acionistas anteriormente as últimas modificações aduzidas no subtópico anterior, mais precisamente na página 41.

necessariamente na propriedade da maior parcela do capital⁷⁴, mas, sim, na maior capacidade de aglutinação e de organização para o exercício do poder societário, notadamente por intermédio de acordo de voto em bloco⁷⁵ para o exercício do controle (art.118 da lei 6.404/76).⁷⁶

4.5 – A adoção da participação e voto à distância trazida pela ICVM 561 e o Ativismo Societário

Para versarmos sobre este assunto, far-se-á uma breve recapitulação de conteúdo já trabalhado, mas que, contudo, se torna essencial para a melhor compreensão.

Primeiramente, importa destacar que a edição da instrução normativa CVM 561, datada do ano de 2015⁷⁷, delimitou diferentes lapsos temporais de eficácia para as companhias que são objeto de sua regulação. Dessa forma, conforme já explanado⁷⁸, a adoção da possibilidade de participar e votar remotamente foi facultativa no ano de 2016, sendo seguida de obrigatoriedade no ano de 2017 para companhias que compunham os índices IBrX-100 e IBOVESPA e, a partir do ano de 2018, de forma cumulativa, compulsória para as companhias que compõem os índices já citados e para as companhias registradas na categoria A⁷⁹.

Dessa forma a evolução cronológica da adoção do voto e participação à distância é visualizada da seguinte forma:

⁷⁴ Sistema plutocrático

⁷⁵ Acordo de acionistas

⁷⁶ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2 volume**: artigos 75 a 137. – 5. Ed. – São Paulo: Saraiva, 2011.

⁷⁷ Apesar da ICVM 561 ter alterado a ICVM 481 no dia 07/04/2018, a sua entrada em vigor só se deu no dia 09/04/2015,

⁷⁸ Ver capítulo IV, página 39 e 40 do presente trabalho

⁷⁹ Conforme ICVM 480 a negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, depende de prévio registro do emissor na Comissão de Valores Mobiliários, de modo que o emissor pode requerer o registro na Comissão de Valores Mobiliários nas categorias A ou B. Sendo necessário para classificação do emissor em uma dessas categorias o preenchimento dos documentos requisitados no anexo 3 da mesma instrução normativa.

Figura 7 - Cronologia de eficácia da ICVM 561



80

Fonte: /www.ibri.com.br (2018)

Dada esta cronologia, percebe-se que a adoção do mecanismo de votação e participação à distância é recente, de modo a oferecer um universo limitado de companhias para análise.

Esta limitação do espaço amostral é explicada, uma vez que em 2016 apenas 6 companhias utilizaram de forma inaugural esse sistema e, em 2017, chegou-se a soma de 94 companhias. Relativamente ao ano de 2018, a ICVM 561 prescreve que 420 companhias utilizem esse sistema, contudo os dados do corrente ano⁸¹ ainda não foram consolidados, pois não houve o fim do exercício financeiro das companhias, o que só ocorrerá juntamente com o fim do ano civil.

Assim, não há ainda como analisar de forma profunda o real impacto e as consequências da ICVM 561 em relação ao fortalecimento ou não do ativismo societário.

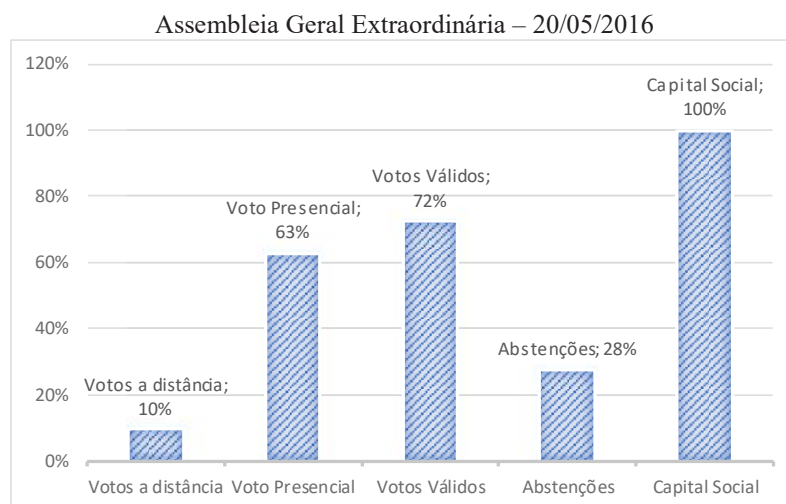
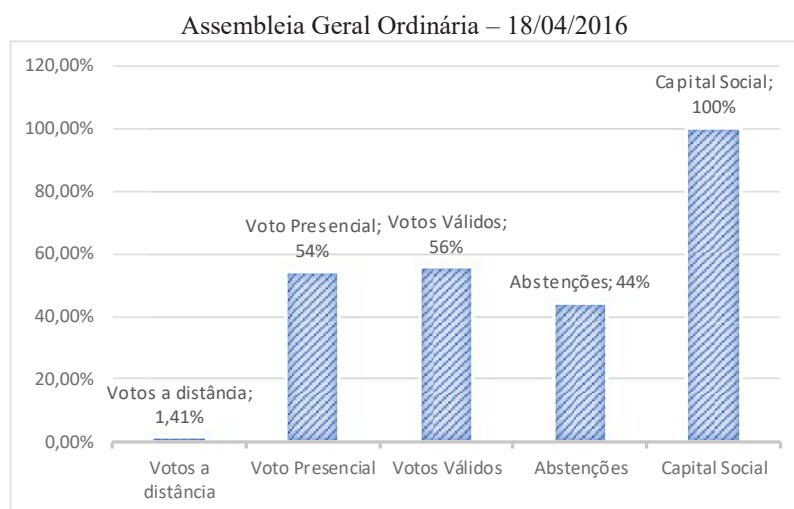
No intuito de maximizar os dados do universo amostral existente serão feitos os exames do impacto do voto e participação à distância se utilizando de: (a) sociedades anônimas que utilizam o sistema de 2016 a 2018, (b) de sociedades anônimas que utilizam o sistema de 2017 a 2018 e (c) sociedades anônimas que utilizaram pela primeira vez este sistema no ano de 2018.

⁸⁰ IBRI. **Voto a distância**. Disponível em: <http://www.ibri.com.br/upload/arquivos/eventos/2017/workshop_ass_embreia_de_acionistas_sp/download/voto-a-distancia-bmf.pdf>. Acesso em: 26 nov. 2018.

⁸¹ Ano de elaboração do presente trabalho.

Relativamente às sociedades anônimas que utilizam o sistema desde 2016, optou-se, de forma aleatória, por utilizar os dados da B³ – Brasil, Bolsa, Balcão e da Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.

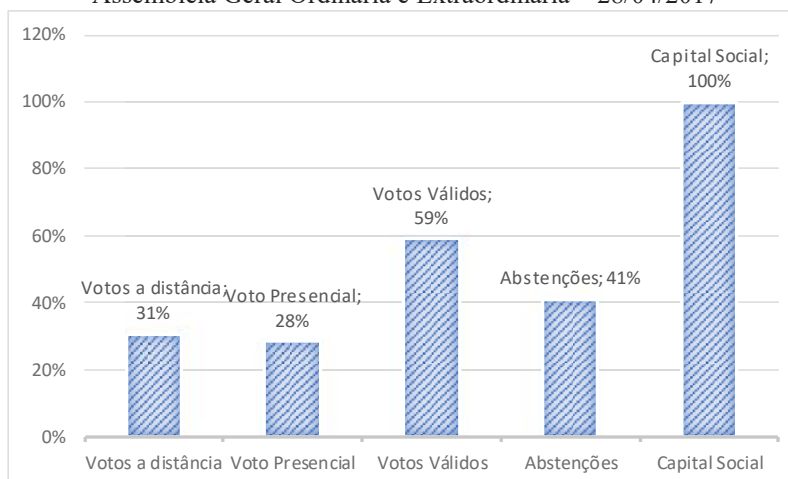
A análise começará pela B³, onde no ano de 2016 os dados são apresentados conforme seus respectivos gráficos⁸², abaixo:



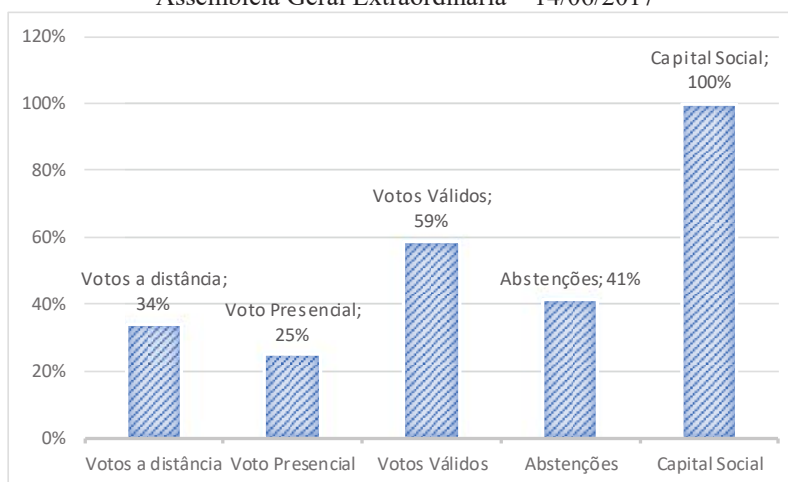
Percebe-se nos dados de 2017 a mudança de paradigma e a superioridade dos votos à distância:

⁸² Deste gráfico em diante todas as porcentagens estão calculadas sob o capital social, de modo que a soma dos votos a distância com os votos presenciais resulta nos votos válidos e esse por sua vez somado as abstencões perfazem o capital social.

Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária – 28/04/2017

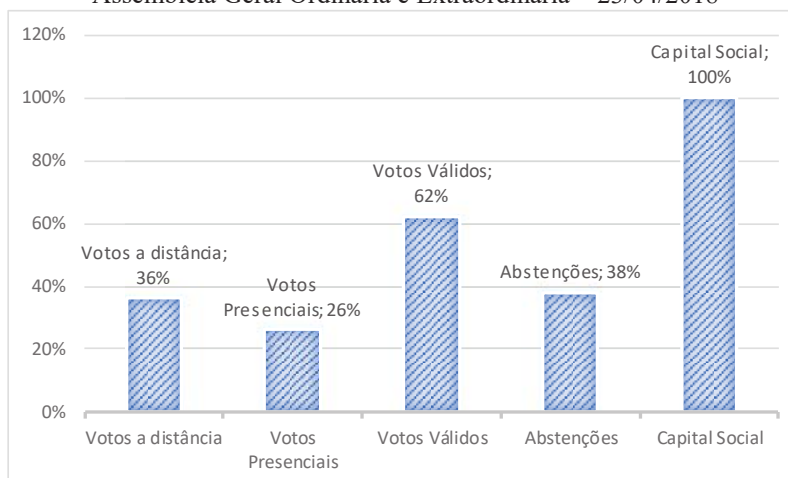


Assembleia Geral Extraordinária – 14/06/2017



Por fim em 2018 temos os seguintes dados:

Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária – 23/04/2018



Através da análise dos dados disponibilizados⁸³ pelo setor de relação de Investidores da B³, percebe-se que o mecanismo introduzido pela ICVM 561, de participação e voto à distância, ao longo desses 3 anos de uso pela companhia foi bem aceito e no segundo ano já superou os votos presenciais. Contudo, em relação ao fenômeno do absenteísmo societário houve pouca expressividade, saindo do percentual de 44% no primeiro uso deste sistema para o percentual de 38%. Embora perfaça uma margem positiva de apenas 6% a mais de participação, cria-se indícios de efetividade na concretização do princípio do ativismo societário.

Ainda relativo a B³, em 2016, houve um grande destaque ao uso desse novo sistema, que foi a utilização pela CETIP do voto à distância para aprovar a fusão, na época, com a BM&FBovespa, pois para instalar a reunião em primeira convocação, ela precisaria de dois terços da base, o que seria difícil de alcançar em razão do controle pulverizado.

No caso concreto, dos 72% do capital social presente na assembleia, o voto à distância respondeu por 27,5% do capital social⁸⁴:

Figura 8 - Mapa de votos consolidado fusão B³



85

Fonte: www.ibri.com.br (2018)

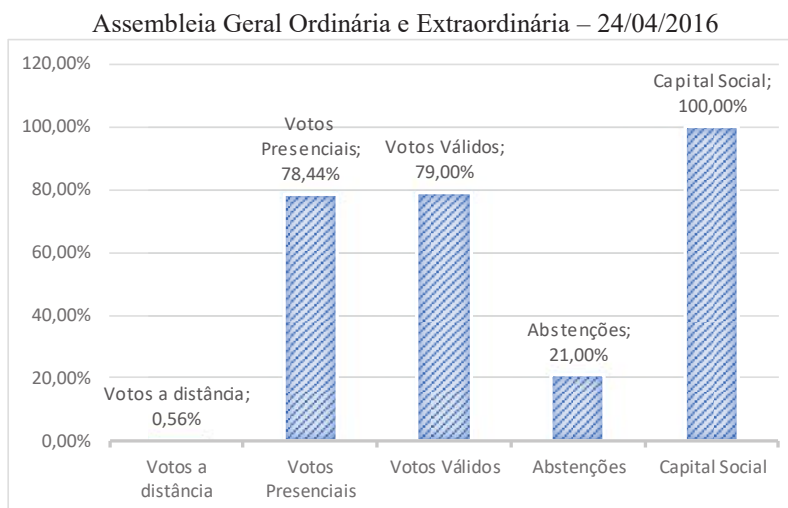
⁸³ BRASIL, BOLSA E BALCÃO. **Governança Corporativa: Assembleias**. Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/s-22-ptb.html?idioma=ptb>>. Acesso em: 28 nov. 2018.

⁸⁴ GUIMARÃES, Fernanda. Empresas têm de correr para implantar voto à distância, **O Estado de S. Paulo**, São Paulo, 25 jul. 2016. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,empresas-tem-que-correr-para-implantar-voto-a-distancia,10000064848>>. Acesso em: 26 Nov. 2018.

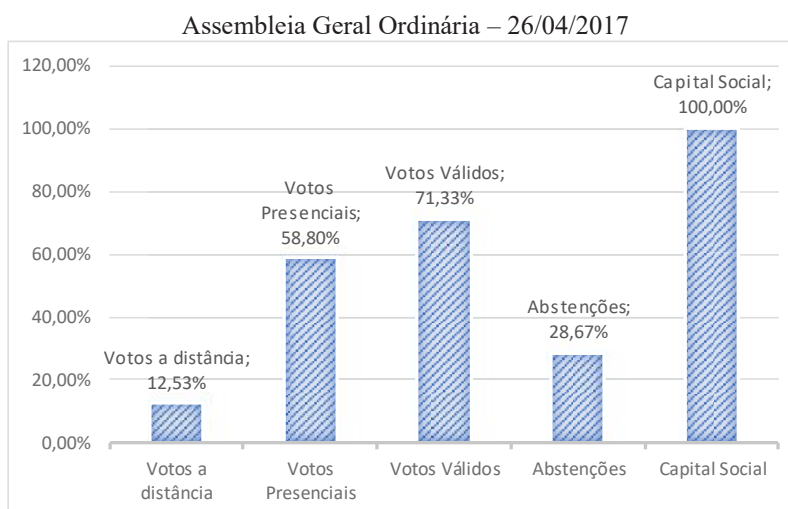
⁸⁵ IBRI. **Voto a distância**. Disponível em: <http://www.ibri.com.br/upload/arquivos/eventos/2017/workshop_ass_embreia_de_acionistas_sp/download/voto-a-distancia-bmf.pdf>. Acesso em: 26 nov. 2018.

Passa-se agora à análise da Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.:

No ano de 2016 os dados⁸⁶ são apresentados conforme o gráfico⁸⁷, abaixo:



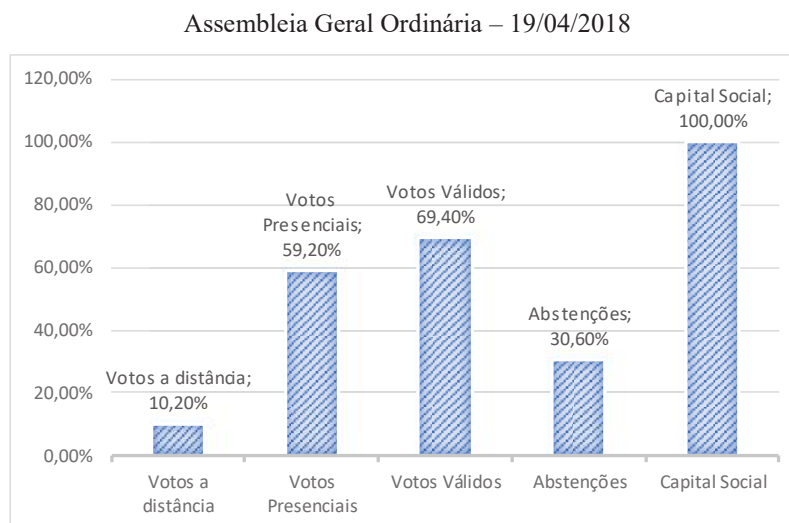
Percebe-se em 2017 um aumento de 12% na adoção da participação e votação remota, embora a taxa de absenteísmo dos acionistas também tenha se elevado, saindo do patamar de 21% para 28,67%:



⁸⁶ IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A **Governança Corporativa: Atas e Assembleias.** Disponível em: <http://ri.iguatemi.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=49998>. Acesso em: 28 nov. 2018.

⁸⁷ Deste gráfico em diante todas as porcentagens estão calculadas sob o capital social, de modo que a soma dos votos a distância com os votos presenciais resulta nos votos válidos e esse por sua vez somado as abstencões perfazem o capital social.

Por fim, com base nos dados do corrente ano, percebe-se que a taxa de acionistas aderentes à ICVM 561 sofre ligeira queda e a *contrário sensu* a taxa do absenteísmo se eleva ainda mais:



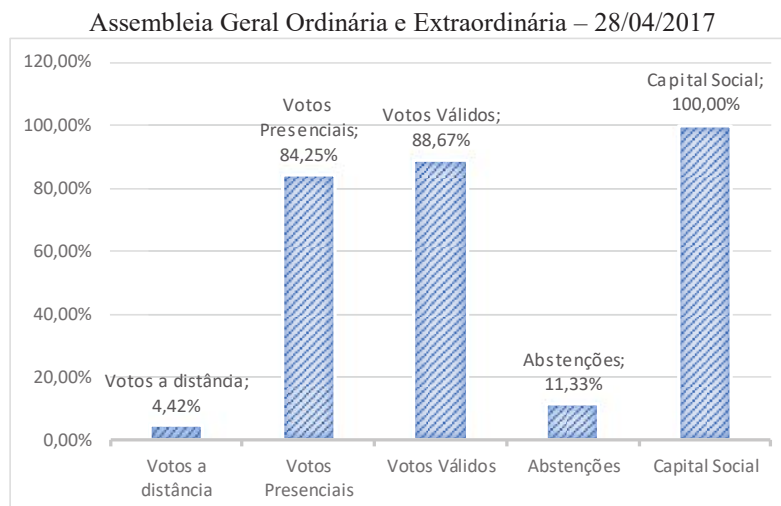
Dessa forma, em direção oposta à sociedade anônima analisada anteriormente a Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A. mostrou que a adoção da participação e voto à distância trazida pela ICVM 561 não impactou positivamente no fortalecimento do ativismo societário.

Obtiveram-se, inclusive, resultados negativos neste bojo com o crescimento da margem de abstenções de 9,6%, de modo a trazer eventuais indícios de que a adoção deste modelo ao invés de gerar maior ativismo societário pode elevar a taxa de absenteísmo societário.

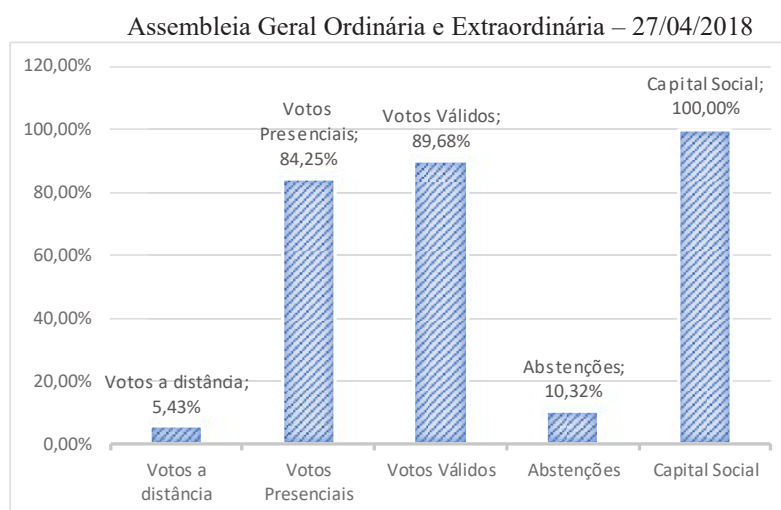
Superada as análises de companhias que se encaixavam no critério definido anteriormente no ponto “(a)”, passaremos agora à análise de sociedades anônimas que se encaixam no critério definido anteriormente como ponto “(b)”.

Relativamente as sociedades anônimas que utilizam o sistema desde 2017, optou-se, de forma aleatória, por utilizar os dados da AMBEV S.A. e do Itaú Unibanco Holding S.A.

Assim, iniciando a análise pela AMBEV S.A. através dos dados obtidos junto ao canal de relações com o investidor⁸⁸, fora compilado o seguinte gráfico⁸⁹ do ano de 2017:



Confrontando os dados com o ano posterior, em 2018 temos:



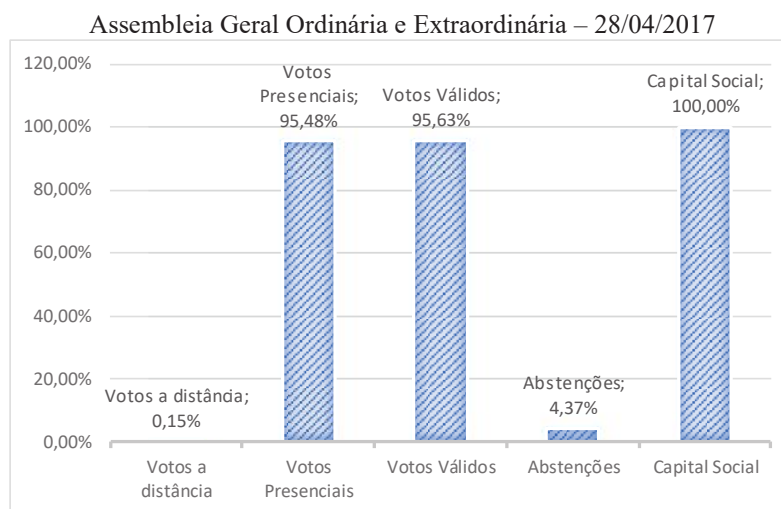
Na análise dos dados da companhia AMBEV S.A. podemos perceber desde o início índices de adoção do voto e participação por meio remoto trazido pela ICVM 561, estes não foram incipientes chegando à média ponderada de 5% do capital acionário de votos válidos. Já em relação ao fenômeno do absenteísmo, não se vislumbra grandes modificações, contudo

⁸⁸ AMBEV S.A. **Publicações CVM/SEC**. Disponível em: <http://ri.ambev.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=43225&id=0&conta=28&ano=2017>. Acesso em: 26 nov. 2018

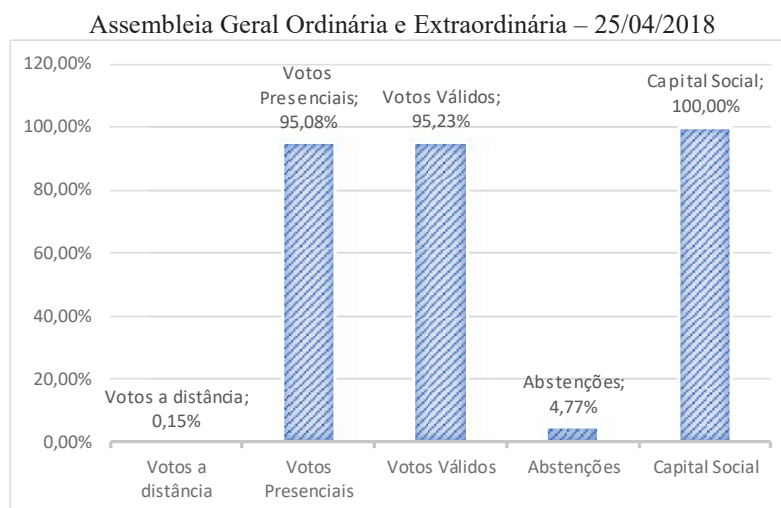
⁸⁹ Deste gráfico em diante todas as porcentagens estão calculadas sob o capital social, de modo que a soma dos votos a distância com os votos presenciais resulta nos votos válidos e esse por sua vez somado as abstenções perfazem o capital social.

necessário sopesar que há um aumento positivo na margem de ativismo societário, portanto, comungando com a primeira sociedade anônima analisada e se opondo à segunda.

Passando para análise do Itaú Unibanco Holding S.A., através dos dados disponíveis no canal de relação com o investidor⁹⁰ e somente contando no capital social as ações com direito a voto, temos o seguinte gráfico⁹¹:



Confrontando os dados com o ano posterior, em 2018 temos:



⁹⁰ ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A. ITAÚ UNIBANCO, **Comunicados ao Mercado**: Assembleias Gerais. Disponível em: <<https://www.itaubr.com.br/relacoes-com-investidores/List.aspx?idCanal=GNUJuWeVkeQNrkOfZDfHBw==&ano=2017>>. Acesso em: 26 nov. 2018

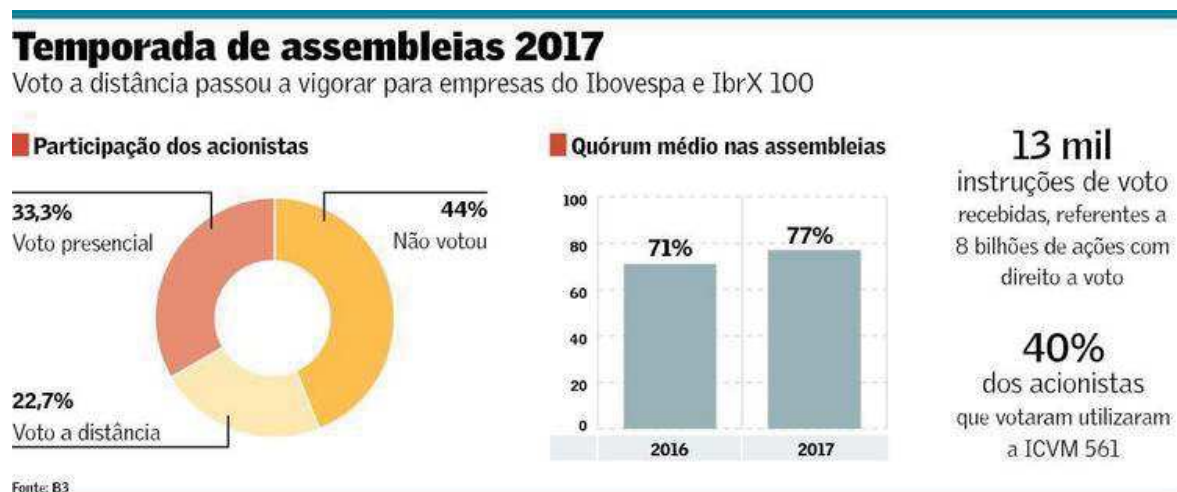
⁹¹ Deste gráfico em diante todas as porcentagens estão calculadas sob o capital social, de modo que a soma dos votos a distância com os votos presenciais resulta nos votos válidos e esse por sua vez somado as abstencões perfazem o capital social.

Depreende-se da análise dos dados, que a edição da ICVM 561 no tocante a esta companhia em pouco mudou, inclusive em relação à adoção do sistema remoto, uma vez que a base acionária de voto e participação à distância é insípida não chegando nem ao patamar de 0,2%. Por conta disso, não há o que se falar sobre eventual fortalecimento do ativismo societário através de instrução normativa proveniente da Comissão de Valores Mobiliários.

Relativamente a utilização do voto e participação por meio remoto no ano de 2017, em pesquisa encomendada pela B³, analisou-se o seu uso de acordo com os dados da primeira temporada⁹² de assembleias de 2017 pelas companhias.

Notou-se que 40% dos minoritários votaram por meio do mecanismo, de acordo com a pesquisa da B³. Cerca de 13 mil instruções de voto foram recebidas pelas empresas, de um universo de 8 bilhões de ações com direito a voto. Houve um aumento de 6 pontos percentuais no quórum médio das assembleias em relação a 2016, mas poucos agentes de custódia aderiram ao processo.⁹³

Figura 9 - Temporada de assembleias 2017



94

Fonte: www.amecbrasil.org.br (2018)

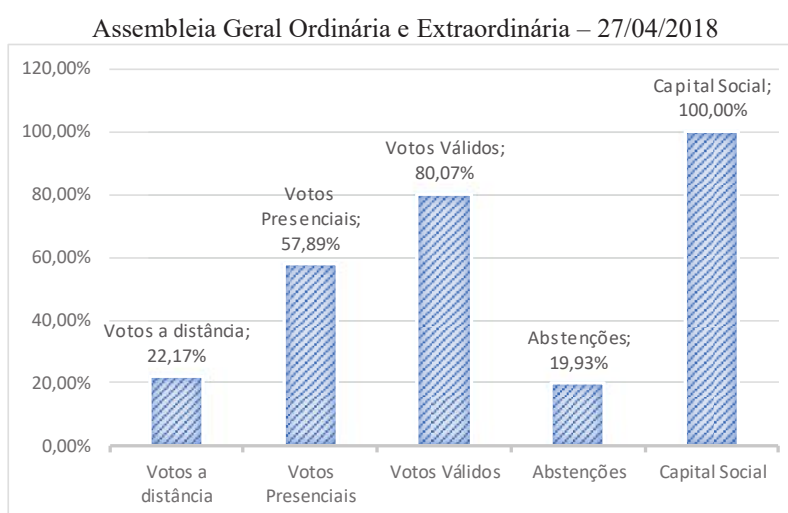
⁹² Primeiro semestre de 2017

⁹³ CARRANÇA, Thais; SCHINCARIOL, Juliana. Voto a distância em assembleias gera dúvidas e críticas de investidor, **Valor Econômico**, São Paulo, 19 jun. 2017. Disponível em: <https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2017/06/19.06.2017_Voto_a_distancia_em_assembleias_gera_duvidas_e_criticas_de_investidor_valor_economico.pdf>. Acesso em: 28 nov. 2018.

⁹⁴ CARRANÇA, Thais; SCHINCARIOL, Juliana. Voto a distância em assembleias gera dúvidas e críticas de investidor, **Valor Econômico**, São Paulo, 19 jun. 2017. Disponível em: <https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2017/06/19.06.2017_Voto_a_distancia_em_assembleias_gera_duvidas_e_criticas_de_investidor_valor_economico.pdf>. Acesso em: 28 nov. 2018.

Em relação ao ano de 2018 como já aduzido⁹⁵ não há ainda dados consolidados pelas companhias, muito menos dados gerais levando em consideração os dados de todas as companhias, de sorte que se apresentará os dados aleatórios de 1 companhia, qual seja, BK Brasil Operação e Assessoria a restaurantes S.A, a fim de se verificar o número de acionistas que adotaram o mecanismo de voto e participação à distância.

Da análise do BK Brasil Operação e Assessoria a restaurantes S.A.⁹⁶, através dos dados fornecidos pela relação com investidores, foi construído o seguinte gráfico:



Evidencia-se que desde o primeiro uso do mecanismo de participação e voto à distância por esta companhia, já houve relevante número de acionistas que adotaram esta via para exercer seus direitos políticos societários, perfazendo 22,17% dos votos válidos e 27,68% do capital social.

⁹⁵ Ver páginas 45 e 46 do presente trabalho.

⁹⁶ BK BRASIL OPERAÇÃO E ASSESSORIA A RESTAURANTES S.A. BURGER KING, **Informações aos investidores**: Assembleias. Disponível em: <<http://burgerking.riweb.com.br/list.aspx?idCanal=dWLWTfEesLRgV0tJ3ED8Ow==&pagina=1#ancora>>. Acesso em: 28 nov. 2018.

5 – CONCLUSÃO

A instrução normativa que se analisou é recente e, não bastante, ainda prescreveu em seu corpo diferentes lapsos temporais de eficácia, sendo o último ano para que ela tivesse eficácia plena em relação às sociedades anônimas que são objeto de sua regulação o corrente ano de 2018⁹⁷.

Por conseguinte, de acordo com o recorte proposto para a pesquisa, as conclusões do presente trabalho ficaram limitadas ao universo amostral restrito de dados existentes.

Os resultados encontrados na análise para responder se a Comissão de Valores Mobiliários, por intermédio da edição da ICVM 561, poderia induzir uma maior participação dos acionistas na formação da vontade interna das companhias, indicaram num primeiro momento um sentido negativo.

Houve influência de variáveis de distintas ordens para o não alcance da concretização de princípios de governança corporativa, em especial, o ativismo societário e, por conseguinte a maior participação dos acionistas na formação da vontade interna das companhias.

Acredita-se que a variável tempo tenha sido aquela que mais influenciou os resultados, pois como se trata de norma recente, a ICVM 561 suscitou inúmeras dúvidas nos acionistas em relação ao funcionamento e uso do sistema de participação e voto à distância.

Percebeu-se também, que há muito a se aprimorar neste mecanismo, uma vez que a realidade prática do boletim de voto à distância e seus prazos fazem com que a interação dos acionistas remotos fique bastante aquém da imaginada pela Comissão de Valores Mobiliários.

⁹⁷ Ver página 39/40 do presente trabalho.

Além disso, outros fatores, que merecem destaque, e também contribuíram para este resultado negativo foram o nível de dispersão acionário, o perfil do investidor e o acordo de acionistas com formação de bloco de controle. Somado a estes fatores elencados, há a variável do free float (livre flutuação de ações)⁹⁸, que não foi objeto da pesquisa, mas pode também ter contribuído.

Nesse tocante, suscita-se a predominância da concentração acionária nas companhias listadas na bolsa de valores brasileira e, quando há a dispersão acionária, nota-se a existência de uma barreira de entrada em detrimento dos acionistas minoritários pela falta de mecanismos de governança corporativa capazes de superar os conflitos de interesses⁹⁹.

Relativamente ao fator perfil do investidor, notou-se que as sociedades anônimas que aglutinavam elevado número de acionistas especuladores (aqueles que têm como finalidade a rentabilidade)¹⁰⁰ em nada mudaram no nível de absenteísmo societário, por vezes até elevando sua margem, pois pouco se importam com as decisões que não envolvam seus rendimentos, como pode ser visto no caso Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.

Em posição antagônica as companhias marcadas por investidores de longo prazo, aqueles que se sentem sócios do empreendimento¹⁰¹ e estão interessados na condução e gestão de sua companhia, os índices de absenteísmo também em pouco modificaram, como pode ser visualizado nos casos da AMBEV S.A. e do Itaú Unibanco Holding S.A.

Adicionado aos fatores elencados que influenciaram a conclusão da pesquisa, o acordo de acionistas e a formação de bloco de controle conjuntamente com o free float (livre flutuação de ações) pode também ter colaborado para os resultados obtidos. Uma vez que quanto menor o nível de ações de livre flutuação no mercado mais restrita a base minoritária se torna. E uma base minoritária restrita carrega em si pouco poder político acionário, de

⁹⁸ Free float é a quantidade percentual de ações livres à negociação no mercado. São aquelas ações que não pertencem a acionistas estratégicos, como: controladores e diretores da companhia e acionistas que detenham mais de 5% do capital total da empresa.

⁹⁹ Tipo 2 dos problemas de agência, ver página 11 do presente trabalho.

¹⁰⁰ Perfil de acionistas explicado na página 43 do presente trabalho.

¹⁰¹ Perfil de acionistas explicado na página 43 do presente trabalho.

modo a dificultar as chances de defesa dos interesses deste grupo nas assembleias de acionistas em face dos majoritários e a estimulá-los ao absenteísmo.

Este conjunto de fatores apresenta-se como possíveis caminhos para o aprofundamento de pesquisas futuras em relação ao tema.

Espera-se que com esse trabalho tenha se dado um pontapé inicial para que futuros trabalhos sejam elaborados sob universo mais amplo de dados para se chegar a conclusões mais efetivas sobre as relações entre o papel regulador da CVM e a concretização de princípios de Governança Corporativa.

Com fins sugestivos à evolução da pesquisa sobre o assunto, entende-se como interessante que seja consolidado um lapso temporal maior para que o mecanismo, recém-implantado, de voto e participação à distância, seja analisado empiricamente a partir de uma base de dados mais sólida.

REFERÊNCIAS

AMBEV S.A. **Publicações CVM/SEC**. Disponível em: <http://ri.ambev.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=43225&id=0&conta=28&ano=2017>. Acesso em: 26 nov. 2018.

ASCARELLI, Tullio. **Problema das Sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva, 1969.

AZEVEDO, Eurico De Andrade. Agências Reguladoras. **Revista PGE/SP**, São Paulo, n. 49, p. 51-64, jan./dez. 1998. Disponível em: <<http://www.pge.sp.gov.br/centrodeestudos/revistaspge/Revista%20PGE%2049-50.pdf>>. Acesso em: 30 nov. 2018.

BEERLE JR. A. A; MEANS, G. C. **The modern Corporation and private property**. New York: The Macmillan Company, 1933. Disponível em: <<https://archive.org/details/in.ernet.dli.2015.216028/page/n5>>. Acesso em: 15 nov 2018.

BK BRASIL OPERAÇÃO E ASSESSORIA A RESTAURANTES S.A. BURGER KING, **Informações aos investidores: Assembleias**. Disponível em: <<http://burgerking.riweb.com.br/list.aspx?idCanal=dWLWTfEesLRgV0tJ3ED8Ow==&pagina=1#ancora>>. Acesso em: 28 nov. 2018.

BRASIL, BOLSA E BALCÃO. **Governança Corporativa: Assembleias**. Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/s-22-ptb.html?idioma=ptb>>. Acesso em: 28 nov. 2018.

BRASIL. Decreto-Lei 200/67. 25 de fevereiro. 1967. **Diário oficial da República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, 17 jul. 1967. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del0200.htm>. Acesso em: 16 nov. 2018.

BRASIL. Lei Ordinária nº 6.385/76 de 7 de Dezembro de 1976. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 9 de dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm>. Acesso em: 17 nov. 2018.

CADBURY, Adrian. **The financial aspects of corporate governance**. Londres: GEE, 1992. Disponível em: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>>. Acesso em: 15 nov. 2018.

CARRANÇA, Thais; SCHINCARIOL, Juliana. Voto a distância em assembleias gera dúvidas e críticas de investidor, **Valor Econômico**, São Paulo, 19 jun. 2017. Disponível em:

<https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2017/06/19.06.2017_Voto_a_distancia_em_assembleias_gera_duvidas_e_criticas_de_investidor_valor_economico.pdf>. Acesso em: 28 nov. 2018.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2 volume**: artigos 75 a 137. – 5. Ed. – São Paulo: Saraiva, 2011.

CVM. **Cadeia de Valor da CVM**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/cadeia_de_valor_descricao_imagem.html>. Acesso em: 16 nov. 2018.

_____. **Editais de Audiência Pública SDM Nº 9/2014**, Rio de Janeiro: CVM, 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0914.html>. Acesso em: 17 nov. 2018.

_____. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: CVM, 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>>. Acesso em: 15 nov. 2018.

_____. **Relatório de Análise - Audiência Pública SDM Nº 9/2014 – Processo CVM nº RJ-2011-13930**, Rio de Janeiro: CVM, 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0914.html>. Acesso em: 17 nov. 2018.

DEMSETZ, Harold; LEHN, kenneth. The structure of corporate Ownership: Causes and Consequences. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 93, n 6, p 1155-1177, dez. 1985. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1833178?seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em: 15 nov. 2018.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **Journal of law and Economics**. Chicago, v.26, n 2, p. 301-325, jun. 1983. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/725104?seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em: 15 nov. 2018.

GUIMARÃES, Fernanda. Empresas têm de correr para implantar voto à distância, **O Estado de S. Paulo**, São Paulo, 25 jul. 2016. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,empresas-tem-que-correr-para-implantar-voto-a-distancia,10000064848>>. Acesso em: 26 Nov. 2018.

GUSTIN, Miracy Barbosa de Sousa; DIAS, Maria Tereza Fonseca. **(Re)pensando a pesquisa jurídica: teoria e prática** – 4 Ed. Ver. Atual. – Belo Horizonte: Del Rey. 2013.

IBRI. **Voto a distância.** Disponível em: http://www.ibri.com.br/upload/arquivos/eventos/2017/workshop_assembleia_de_acionistas_sp/download/voto-a-distancia-bmf.pdf. Acesso em: 26 nov. 2018.

IBGC. **Portal do conhecimento.** Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/governanca/governanca-corporativa>. Acesso em: 15 nov. 2018.

IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A **Governança Corporativa: Atas e Assembleias.** Disponível em: http://ri.iguatemi.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=49998. Acesso em: 28 nov. 2018.

IMF, **Good Governance.** Disponível em: <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/The-IMF-and-Good-Governance>. Acesso em: 15 nov. 2018.

ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A. ITAÚ UNIBANCO, **Comunicados ao Mercado: Assembleias Gerais.** Disponível em: <https://www.itaubank.com.br/relacoes-com-investidores/List.aspx?idCanal=GNUJuWeVkeQNrkOfZDfHBw==&ano=2017>. Acesso em: 26 nov. 2018.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, Willian H. A Theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms, **Journal of Financial Economics (JFE)**, Vol. 3, n. 4, 1976, Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043. Acesso em: 15 nov. 2018.

LOBO, Jorge. Princípios de Governança Corporativa. **Revista EMERJ**, Rio de Janeiro, volume 10, n 37, página 198-220, 2007. Disponível em: http://www.emerj.tjrj.jus.br/revistaemerj_online/edicoes/revista37/Revista37_198.pdf. Acesso em: 15 nov. 2018.

MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito administrativo brasileiro.** 23. ed. atualizada por Eurico de Andrade Azevedo e outros. São Paulo: Malheiros, 1998. p. 298.

MINISTÉRIO DA FAZENDA, Portaria do Ministério da Fazenda nº 327/77, de 11 de julho de 1977. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Poder executivo, Brasília, DF, 11 jul. 1977. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/PortariaMF-327-77-regimento-da-vm.pdf>. Acesso em: 16 nov. 2018.

OCDE, **Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE**, Paris: OCDE Publishing, 2016. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264259195-pt>>. Acesso em: 15 nov. 2018.

PANDA, Brahmadev; LEEPSA, nm. Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. **Indian Journal of Corporate Governance**, Telangana, v. 10, nº1, jan-jun, 2017. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/317321830_Agency_theory_Review_of_Theory_and_Evidence_on_Problems_and_Perspectives>. Acesso em: 15 nov. 2018.

PIETRO, Maria Sylvia Zanella Di. **Direito administrativo**. – 31. Ed. Ver. Atual e ampl. – Rio de Janeiro: Forense, 2018.

RUFINO, Cássio. Assembleias & Voto a Distância – Fluxo de Informação. **MZ Group**, São Paulo, 7 mar. 2017. Disponível em: <<http://blog.mzgroup.com/pt-br/assembleias-voto-a-distancia-fluxo-de-informacao/>>. Acesso em: 20 nov. 2018.

SCHMIDT, Dominique. **Les droits de la minorité dans la Société anonyme**. Paris: Sirey, 1970.

SILVA, Raiziane Cássia Freire da; NETO SEIBERT, Rosane Maria. Governança Corporativa – história e tendências. **Revista Interdisciplinar Científica Aplicada**, Blumenau, v.9, n.3, p.76-101, TRIII 2015. Disponível em: <<http://rica.unibes.com.br/index.php/rica/article/viewFile/634/5511>>. Acesso em: 15 nov. 2018.

SIMONSEN, Mário Henrique. **Mensagem nº 203**: Exposição de Motivos 197, Rio de Janeiro, 24 jun. 1976. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM197-Lei6385.pdf>>. Acesso em: 4 nov. 2018.

VALERA, Renata. **Figura da estrutura da Administração Pública**. Disponível em: <<https://renatavalera.wordpress.com/2015/07/11/organizacao-da-administracao-publica/>>. Acesso em: 4 nov. 2018.

WILLIAMSON, O. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985.

WORLD BANK. **Corporate Governance**. Disponível em <<http://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/corporate-governance>>. Acesso em 15 nov. 2018.